

## آزمون تاثیر چرخه های سیاسی در شرایط حباب قیمتی منطقی مبتنی بر تئوری محدودیت بر نرخ بازده کل واقعی شرکتهای منتخب در بازار سرمایه ایران

علی رضانی<sup>۱</sup>

فریدون رهنمای رودپشتی<sup>۲</sup>

اویس باقری<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۹/۲۲

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۹/۰۴

### چکیده

هدف اصلی از این تحقیق، آزمون تاثیر چرخه های سیاسی مبتنی بر تئوری محدودیت بر نرخ بازده کل واقعی شرکتهای منتخب گروه صنعت شیمیایی و نفتی، کک و سوخت هسته ای (۵۱ شرکت در بازار بورس اوراق بهادار تهران) طی دوره زمانی ۹۵-۱۳۸۸ در بازار بورس و اوراق بهادار تهران با رویکرد اقتصادسنجی داده های تابلویی می باشد. لذا ابتدا ضمن بیان کلیات تحقیق و مبانی نظری مرتبط با تئوری محدودیت و مفهوم سفته بازی منطقی نیز بررسی پیشینه تحقیق (مطالعات داخلی و خارجی) پرداختیم. در گام بعدی تصریح و برآورد مدل تحقیق بر اساس آزمونهای تشخیصی مربوطه به روش اثرات ثابت انجام گرفت که نتایج آن بیانگر تایید رابطه مثبت و معنادار متغیرهای مستقل (چرخه های سیاسی یا ماهیت سیاسی احزاب اصولگرایی و اعتدال گرایی در ایران می باشند)، و سه متغیر هزینه سرمایه، سود انباشته و وجه نقد عملیاتی که بر اساس تئوری محدودیت در مدل گنجانده شده اند) و نیز تمام متغیرهای کنترلی تحقیق (اهرم مالی و اندازه شرکت) بر متغیر وابسته (نرخ بازده کل سهام) شرکت های تحت بررسی بدست آمد. بطوریکه فرضیه اصلی تحقیق که بیان می دارد چرخه های سیاسی به عنوان عامل محدود کننده حباب قیمتی بر نرخ بازده واقعی شرکتهای گروه صنعت شیمیایی و نفتی، کک و سوخت هسته ای تاثیر معناداری دارد، مورد تایید قرار گرفت. در پایان نیز پیشنهاداتی مبتنی بر نتایج تحقیق ارائه شده است.

**واژه های کلیدی:** تئوری محدودیت، حباب قیمتی سفته بازی منطقی، چرخه های سیاسی، نرخ بازده کل واقعی سهام.

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد رودهن، رودهن، ایران. (نویسنده مسئول) Ramezani.2006@yahoo.com

۲- استاد گروه حسابداری، واحد علوم تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. rahnama.roodposhti@gmail.com

۳- دکتری مدیریت مالی پردیس بین الملل کیش دانشگاه تهران. ov.management.m.a@gmail.com

## ۱- مقدمه

نخستین حبابهای بازار سهام در دوران جدید تاریخ اقتصادی مربوط به شرکت فرانسوی می سی سی پی و شرکت انگلیسی دریای جنوب در اوایل قرن هیجدهمی میلادی بودند. یکی از رخدادهایی که به کرات در بازار سهام اتفاق می افتد، جلب توجه سرمایه گذاران به شرکت ها یا صنایعی خاص است، به طوریکه سفته بازی گسترده ای در پی آن اتفاق می افتد، اما پس از مدتی با افت شدید قیمت ها همراه است. از میان افت های اینچنینی سقوط بازار ایالت متحده در سال های ۱۹۲۹ و ۱۹۸۹ و حباب دات کام ها در سال ۱۹۹۰، نمونه هایی هستند که به وضوح در خاطر محافل اقتصادی باقی مانده اند (کومارومی، ۲۰۰۴). یکی از آخرین بحرانها ی معروف نیز مربوط به بحران مالی گروه زیادی از اقتصادهای صنعتی در سال های ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۲ است. (گومز گونزالز و همکاران، ۲۰۱۳). از طرفی، زمانی که قیمت یک دارایی از ارزش ذاتی آن که توسط عوامل بنیادین تعیین می گردد، فاصله می گیرد و بعد از مدتی رشد به یکباره سقوط می کند، حباب اتفاق افتاده است. همچنین، تحقیقات نشان داده است که معمولا اجماعی بر سردلیل اصلی بحران صورت نمی گیرد و تنها در یک مورد اشتراک نظر وجود دارد و آن اینکه قبل از بروز بحرانهای مهم با بالا رفتن بیش از حد قیمتها روبرو هستیم. به عبارت دیگر هنگامی که عوامل بی ثبات وارد بازار می شود، در ابتدا موجب صعود قیمت ها و تشکیل حباب می شوند اما با توجه به شرایط جامعه دیر یا زود قیمت ها سقوط خواهند کرد. بطور کلی در اکثر اوقات حباب و بحران دو روی سکه هستند. از طرفی، تئوری محدودیت ها از سه معیار استفاده می کند. ۱. معیار عملکرد سیستم که به عنوان تمام پول هایی که وارد بانک می شوند. ۲. معیار سرمایه گذاری که در سیستم بانکی در واقع تمام پول هایی است که بانک صرف خرید سپرده هایی که قصد فروش آن ها را دارد، می نماید. در به دو بخش اصلی طبقه بندی می شود: الف) نقدینگی و ب) منابع آزاد جهت اعطایی تسهیلات، ۳.

معیار هزینه های عملیاتی مبتنی بر حسابداری عملکرد که بیانگر تمام پول هایی است که سیستم صرف تبدیل منابع آزاد به هزینه های غیربهره ای می کند. این مفهوم در شرکتهای فعال در بازار سرمایه به کمک چه متغیرهایی تعریف شود.

بدین ترتیب با توجه به اهمیت بورس اوراق بهادار هر کشوری برای جلوگیری از بحرانهای مالی می باید در حد توان از حبابی شدن قیمت سهام جلوگیری نمود. لذا سؤال اساسی تحقیق آنست که بر اساس تئوری محدودیت، تاثیر متغیر چرخه های سیاسی به عنوان عامل محدودکننده حباب قیمتی بر نرخ بازده کل سهام شرکت های منتخب چه می باشد؟

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- مبانی نظری

#### ۲-۱-۱- تئوری محدودیت

تئوری محدودیت به شرکت به عنوان یک سیستم می نگرد و هدف آن کسب پول در حال و آینده است. سیستم نیز مجموعه ای از اجزاء به هم پیوسته است. هر جزء از یک طرف با سایر اجزاء مرتبط بوده و از طرف دیگر به عنوان بخشی از تلاش های مشترک هر عاملی « اجزاء با عملکرد کلی سیستم در ارتباط است. محدودیت سیستم عبارت است از درواقع هر سیستم دارای تعدادی ». که عملکرد سیستم را در راستای اهدافش محدود نماید محدودیت است. (رهنمای رودپشتی، فریدون، ۱۳۸۷). برای دست یابی به این هدف شرکت باید گلوگاه ها - محدودیتها ۳ را شناسایی و مدیریت نماید تا عملکرد شرکت حداکثر شود. این تئوری توسط گلدرد و کاکس در سال ۱۹۸۴ معرفی شد. ( Copeland & Kenan, ۱۹۹۸). مفاهیم اساسی در تئوری محدودیت به صورت خلاصه عبارتند از:

الف) هر سیستم لااقل دارای یک محدودیت میباشد. محدودیت هر عاملی است که باعث گردد سیستم نتواند با کارایی بالاتری در قبال آرمانهایش دست یابد.

۱) معیار عملکرد سیستم (T)، نرخ است که سیستم با این نرخ و از طریق فروش، پول یا واحد هدف ایجاد می کند یا به عبارتی ساده تر تمامی پولهای که به شرکت وارد می شود منهای تمامی پولهایی که شرکت به فروشندگان پرداخت می کند. (کل فروش شرکت منهای کل هزینه های متغیر)

۲) معیار سرمایه گذاری (I)، سرمایه گذاری عبارت است از تمامی مبالغی که سیستم صرف خرید اقلامی می کند که قصد فروش آنها را دارد. کل سرمایه گذاری شامل تمام دارایی های شرکت است. اختلاف اساسی بین حسابداری عملکرد و حسابداری مرسوم در نحوه عمل کالای در جریان ساخت و موجودی کالای ساخته شده است.

۳) معیار هزینه های عملیاتی (OE)، شامل تمامی مبالغی است که سیستم جهت تبدیل سرمایه گذاری به عملکرد هزینه می کند. کل هزینه های عملیاتی شامل هزینه های دستمزد، هزینه استهلاک، اجاره، سوخت و ... می شود. هزینه های عملیاتی هزینه های ثابتی نیستند چرا که اصولاً در تئوری محدودیت ها چنین طبقه بندی در هزینه ها وجود ندارد.

در مورد کاربردهای تئوری محدودیت و کاربردهای عمده آن تقسیم بندی های مختلفی صورت گرفته است که هر یک به نوبه خود می تواند مفید و جالب باشد. مثلاً در یک تقسیم بندی، بر مبنای حوزه های کاری، کاربردهای TOC بصورت زیر تفکیک شده است: صنایع، ارتش (لجستیک)، خدمات بهداشتی و درمانی، دولتی، خدماتی، آموزشی و...

در یک تقسیم بندی دیگر می توان بر مبنای فعالیتهای مدیریتی زمینه های کاربرد TOC را بصورت زیر دسته بندی نمود: تولید، توزیع و زنجیره تامین، مدیریت مالی، بازاریابی، برنامه ریزی استراتژیک، مدیریت پروژه در این سلسله مباحث، تمرکز ما بیشتر بر رویکرد دوم خواهد بود و علاوه بر شش مورد ذکر

ب) وجود محدودیتها نشاندهنده ی پتانسیل برای رشد و بهبود است. از دیدگاه TOC، محدودیت ها یک پدیده ی مثبتند و نه منفی. بنابراین محدودیتها دارای نقشی اساسی در TOC هستند.

محدودیت های سیستم می توانند فیزیکی (مواد، ماشین آلات، انسانها، سطح تقاضا، بازار) و یا مدیریتی باشند (گلدرات، ۱۹۹۰).

تئوری محدودیت ها بایستی به عنوان یک فرآیند دینامیکی مورد استفاده قرار گیرد و مدیریت جهت حداکثر کردن عملکرد از پنج مرحله زیر استفاده نماید.

#### ۱) شناسایی محدودیت سیستم

۲) تصمیم گیری در مورد چگونگی رفع محدودیت

۳) منوط کردن تمامی موارد به تصمیم مرحله دوم

۴) رفع محدودیت سیستم

۵) اگر در مراحل قبل محدودیت سیستم شکسته شد، برگشت به مراحل قبل انجام گیرد. ولی بایستی در نظر داشت که ایستایی سیستم تبدیل به محدودیت بزرگتر نشود.

از طرفی، محدودیت می تواند خارجی یا داخلی باشد. محدودیت های خارجی از قبیل: محدودیت بازار، محدودیت تحمیلی از طرف دولت. محدودیت های داخلی از قبیل: محدودیت ظرفیت ماشین آلات، سیستم حسابداری، سیستم کنترل و غیره. برای به اجرا درآوردن و عملی کردن تئوری محدودیت ها در شرکت به سیستم حسابداری مدیریت نیازمندیم. حسابداری عملکرد سیستم، یک سیستم حسابداری مدیریت بر مبنای تئوری محدودیت ها است. گلدرات منتقد سخت هر نوع متدولوژی حسابداری بهای تمام شده است و بر اساس نظر او مفهوم تخصیص هزینه به محصولات اشتباه است (رهنمای رودپشتی، فریدون، ۱۳۸۷).

همچنین، تئوری محدودیت ها از سه معیار استفاده می کند که عبارتند از:

شده در این تقسیم بندی، به موارد دیگری نظیر مدیریت افراد و مدیریت فروش نیز اشاره می گردد.

## ۲-۱-۲- حساب قیمتی سفته بازی منطقی

اساس و جوهر وجود حساب قیمت ها بر نوعی بازتاب و واکنش استوار است. واکنشی که نسبت به افزایش قیمتها و به صورت افزایش اشتیاق سرمایه گذاران، افزایش تقاضا و در نتیجه افزایش دوباره قیمتها نمود پیدا می کند. تقاضای بالا برای دارایی خاص، توسط ذهنیتی عمومی در مورد درآمدهای کلان گذشته و این تصویری خوشبینانه در خصوص ایجاد درآمدهای بالا در آینده همچون گذشته، بوجود می آید. این بازخورد تصورات مثبت در خصوص بازار را قدرت می بخشد و در صورت پاسخ مساعد بازار به این تصورات مثبت، بازار را وادار به رسیدن به سطوح بالاتر قیمتی نسبت به گذشته میکند؛ به علاوه، یک حساب هرگز پایدار نخواهد بود. قیمتها برای همیشه نمی توانند رشد کنند؛ زمانی که رشد قیمتها فروکش می کند و در نهایت دوران بازخورد منفی جایگزین دوران بازخورد مثبت می شود. (زندیه مصطفی و همکاران، ۱۳۹۲).

## حساب عقلایی (منطقی) و غیرعقلایی (غیرمنطقی) و اثرات حساب

به نظر می رسد که علت حسابها تعادل شناختی و احساسی باشد، اما اغلب وقتی این پدیده رخ می دهد، دانشمندان تلاش می کنند توضیحی برای آن بیابند که خلاف توضیح جمع نباشد؛ بنابراین، گاهی افراد نگرانی درباره بازارهای overprice را به استناد اقتصادی جدید که قوانین ارزش گذاری سهام در آن صدق نمی کند، نادیده می گیرند. این تفکر به شیوع بیشتر حساب کمک می کند و هرکس به قصد یافتن حماقت بیشتر سرمایه گذاری می کند. همچنین برخی تحلیل گران با تکیه بر نظر جمع بیان می کنند که حرکات قیمت واقعاً انتظارات عقلایی از بازدهی بنیادی (فاندامنتال) را منعکس می کند. معامله گران بزرگ به قدری قدرتمند

می شوند که جمع را هدایت کرده و حساب بازار سهام را به وجود می آورند. (shiratsuka, ۲۰۰۵).

از طرفی، در مورد اثرات حساب قیمتی می توان گفت، افزایش قیمت در سهمها باعث جذب سرمایه گذاران خواهد شد. تمام سرمایه گذاران مایل به مطالعه ویژگیهای ذاتی سهم نخواهند بود، و برای این افراد افزایش قیمت به خودی خود دلیل کافی برای سرمایه گذاری می باشد. سرمایه گذاری اضافی، به نوبه خود، منجر به رانش قیمت می شود، بنابراین حلقه بازخورد مثبت کامل می گردد. همانند تمام سیستمهای پویا، بازارهای مالی نیز تعادل متغیر دارند، که به عنوان نوسان قیمت از آن یاد می شود. گرچه معمولاً خود تعادلی (بازخورد منفی) اتفاق می افتد: وقتی قیمتها افزایش می یابند، افراد غالباً مشتاق فروش هستند و افراد کمی مایل به خرید می باشند. این موضوع باعث محدودیت در نوسان می شود. گرچه وقتی بازخورد مثبت صورت می گیرد، بازار نیز مانند سایر سیستمهای با بازخورد مثبت، دچار افزایش عدم تعادل می شود. این موضوع در حسابهای مالی که قیمت داراییها به سرعت بالاتر از ارزش اقتصادی متصور می رود، و بعد به سرعت پایین می آید، مشاهده می شود. (shiratsuka, ۲۰۰۳).

## ۲-۱-۳- سفته بازی و رابطه آن با بازده سهام

سفته بازی را می توان کسب سود از طریق تلاش برای پیش بینی نوسان قیمت تعریف کرده و تاکید نمود که وجود سفته بازی در حد معقول، برای فعالیت هر بازار ضروری است. اما شکل افراطی آن می تواند به مکانیزمهای بازار آسیب بزند. بازارها، درست مانند یک اکوسیستم هستند و هر یک از این نقشها، در صورتی که به شکل متعادل و منطقی آن ایفا شوند، می توانند ضامن سلامت و بقاء بازار باشند. اما خوب است به خاطر داشته باشیم که شکل متعادل سفته بازی به تعدیل عرضه و تقاضا و تامین نقدینگی کمک کرده و شکل نامطلوب آن، به ایجاد نارضایتی در معامله کنندگان و سرمایه گذاران و همینطور ایجاد حساب در

۱۳۸۵: ۲۰۳ - ۲۰۱) و ارزیابی پیروزی یا شکست احزاب سیاسی در جریان انتخابات بدرستی و با خطای کمتری صورت می پذیرد. در نظام سیاسی اروپا بدلیل اینکه احزاب سیاسی در ساختار حکومت تعریف شده هستند و جایگاه ویژه ای دارند، اساساً جریان امور سیاسی بدون احزاب محال شده است لذا عملاً این امکان وجود ندارد که افراد غیر حزبی بتوانند قدرت را بدست گیرند لذا یک ثبات را در دست به دست شدن قدرت می بینیم (ایوبی، ۱۳۸۷: ۳-۲) از این رو میان انتخابات و احزاب سیاسی پیوند و ارتباط نزدیکی وجود دارد زیرا احزاب سیاسی در هدایت و بسیج ملت به پای صندوق رأی و معرفی چهره های کاندیداتور نقش مؤثری دارند. در این تلقی نوعی رابطه دو سویه میان احزاب سیاسی و دموکراسی برقرار می شود. از یک سو دموکراسی بعنوان بستر ظهور و شکل گیری و نهادینه شدن احزاب سیاسی مطرح می گردد و از سوی دیگر حزب سیاسی نردبان صعود موفقیت آمیز روند توسعه سیاسی که مشارکت سیاسی شهروندان از شاخص های مهم آن است را فراهم می کند. (صابری، بی تا: ۳۷۶-۳۷۵)

## ۲-۲- پیشینه پژوهش

### ۲-۲-۱- مطالعات داخلی

کردلویی حمید رضا و تیموری فرشاد، (۱۳۹۴) در مقاله ای با عنوان، بررسی مقایسه ای توان مدل های ترکیب گوسی و ماشین بردار پشتیبان در تشخیص و پیش بینی حباب قیمتی معتقدند که این تحقیق، بسط و توسعه روش هایی مبتنی بر ساختارهای شبکه ای و دارای پایه و مبنای ریاضی است که توانایی تشخیص حباب قیمت را در بورس اوراق بهادار تهران داشته باشد. نتایج نشان داد که با توجه به اینکه قدرت پیش بینی مدل ماشین بردار پشتیبان به دلیل خطای بالا در تشخیص با توانایی صحت پیش بینی فقط معادل ۸۱،۵۴٪، و همچنین مدل ترکیب گوسی با کارایی برابر ۸۹،۴۴٪، به علت ضعف در کشف قیمت های حبابی بورس تهران، برای به کارگیری و استفاده

قیمت ها و نوسانات شدید قیمت ها (Market volatility) و بازده قیمتی بالای (نامتعارف) سهام منجر می شود. (اسدی غلامحسین و دیگران، ۱۳۸۶)

## ۲-۱-۴- چرخه ها (احزاب) سیاسی و نقش آنها در رابطه با سفته بازی و بازده سهام

احزاب سیاسی ارتباط تنگاتنگی با کلیه وجوه سیاست و علی الخصوص انتخابات دارد. احزاب سیاسی با سازمان دادن به اندیشه ها و گرایشهای سیاسی موجود در جامعه در عین حالی که عامل تقسیم کردن و متشکل ساختن مردم به شاخه ها و بخش های گوناگون اند، عامل نزدیک کردن و تلفیق نمودن خرده گرایش های فردی و اجتماعی در قالب دکترین ها، ایدئولوژی ها و یا نظامهای اندیشه ای کم و بیش منسجم می باشند این معنی، طبعاً به مبارزه های انتخاباتی ابعاد عمیق تری می بخشد و معنی و مفهوم موضوعات مورد مبارزه را از شکل فردی و گاهی سطحی خارج کرده و به آن رنگ و بوی فلسفی، اجتماعی و فرهنگی می افزاید و به صورت مسائل سازمان یافته تر به بازار سیاست عرضه خواهد کرد. همچنین انتخابات حزبی بر انتخابات بدون حزب، برتری دارد. چرا که در صورت نخست تعداد نامزد های انتخابات معقول تر خواهد بود و این امر خود از پراکندگی آراء شهروندان جلوگیری بعمل می آورد و قدرت نمایندگی منتخبین را افزایش خواهد داد. در حالی که اگر احزاب وجود نداشته باشد، شهروندان هم از حیث نامزدی و هم از جهت رأی دادن دچار پراکندگی گردیده و طبعاً ضریب قدرت پشتیبانی نمایندگان کاهش خواهد یافت و عمل رأی دادن به جای اینکه بر مآخذ برنامه سیاسی یا فکر و اندیشه مرامی و مسلکی باشد بر پایه وابستگی به شخصیتها و لزوماً احساسی یا سطحی خواهد بود.

در طول جریان انتخابات علاوه بر دستگاههای رسمی أخذ رأی و نظارت، نمایندگان احزاب و گروههای سیاسی نیز برای تأیید درستی انتخابات و مراقبت در حسن اجرای آن شرکت دارند(رضایی،

تهران با استفاده از رهیافت LPPL که حساب های مالی یکی از اصلی ترین مسائلی است که اقتصادمدرن، امروزه با آن در ارتباط می باشد. نتایج، برازش خوب داده ها با مدل را نشان داده و همچنین تحلیل طیفی Lomb به خوبی وجود تناوب لگاریتمی را تایید نموده است؛ از این رو می توان نتیجه گرفت داده ها، رفتاری مطابق با مدل LPPL دارند. مدل در این بازه زمانی یک حساب را شناسایی کرده، همچنین پیش بینی معقولی از زمان بحرانی این حساب ارائه داده است.

سعید راسخی و دیگران (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان، تعیین دوره های حساب قیمتی: یک مطالعه موردی برای بازار بورس اوراق بهادار تهران بیان می دارن که تاکنون از روشهای متعددی برای کشف حسابهای قیمتی در بازارهای دارایی استفاده شده است. نتایج حاصل از اجرای آزمونها، رفتار انفجاری و وجود حسابهای چندگانه در بازار سهام ایران را تایید میکند. به علاوه، هر سه شاخص مورد ارزیابی (شاخصهای کل قیمت، قیمت به ۱۳۸۲:۲۳- سود و کل قیمت واقعی (به طور مشترک وجود حساب در بازه های زمانی ۱۳۸۲:۲۵ تا ۱۳۹۲:۲۲ را نشان میدهند. همچنین، بر اساس هر سه شاخص، بازار - ۱۳۸۸:۲۶ تا ۱۳۸۸:۲۸ و ۱۳۸۹:۱۲ سهام ایران در سال ۱۳۹۴ حسابی نبوده است.

## ۲-۲-۲- مطالعات خارجی

در این قسمت برخی از این مطالعات را بررسی می نماییم.

نازی و دی ای سیلوا (۲۰۰۷) با استفاده از مدل های هم انباشتگی متعارف و هم انباشتگی آستانه ای به بررسی وجود حساب های عقلایی در ۱۸ بازار سهام پرداختند طبق نتایج برآورد هر دو مدل در بازارهای سهام شیلی، اندونزی، کره و فیلیپین حساب های منفجرشونده و در بازارهای سهام چین، برزیل، ونزوئلا، کلمبیا، شیلی، اندونزی، کره و فیلیپین حساب های تحلیل رونده وجود دارد.

با هدف تفکیک سهام حساب دار از بدون حساب ها نامناسب شناخته شدند.

بالونژاد نوری روزبه و صفری حمزه (۱۳۹۴) در مقاله ای با عنوان، یافتن دوره های ایجاد و فروپاشی حساب های قیمتی چندگانه در بازار مسکن: مطالعه موردی شهر تهران، بیان می دارند که هدف پژوهش حاضر، یافتن دوره های ایجاد و فروپاشی حساب های قیمتی در بازار مسکن شهر تهران است. نتایج پژوهش نشان داد که در دوره مورد بررسی، نسبت قیمت اجاره به عنوان شاخصی از بازده دارایی، دارای حساب قیمتی عقلایی نبوده است. با این حال با تغییر تعریف حساب قیمتی به صورت افزایش ناگهانی و انفجاری در قیمت ها، ۱۳۸۵:۲، ۱۳۸۳:۲ و ۱۳۸۳:۱، آن گاه طی سه بازه زمانی ۱۳۸۲:۱، ۱۳۹۲:۲ قیمت حقیقی زمین ۱۳۸۶:۲ و ۱۳۹۱:۱، ۱۳۸۵:۲، ۱۳۸۲:۲ مسکونی و طی سه بازه زمانی ۱۳۳۹:۲ دارای حساب قیمتی بوده است.

یحیی زاده فر محمود و دیگران (۱۳۸۸) در مقاله ای با عنوان بررسی وجود حساب های قیمتی عقلایی در بورس اوراق بهادار تهران، معتقدند که حساب، به افزایش بی رویه، انحراف زیاد و پایدار قیمت ها از قیمت تعادلی در اثر عوامل غیر بنیادی اطلاق می شود. در واقع حساب قیمتی نوعی افزایش غیرواقعی و فزاینده در قیمت هاست که ناشی از خوش بینی و واکنش بیش از اندازه بازار می باشد و سرانجام به سقوط قیمت بازار منجر می شود. در این پژوهش وجود حساب های قیمتی عقلایی سهام در بورس اوراق ۱۳۸۶ به طور هفتگی، ماهانه و فصلی با استفاده از سه آزمون / ۱۳۳۹ تا ۳ / بهادار تهران برای دوره زمانی ۳ ریشه واحد، هم انباشتگی و آزمون انباشتگی کسری مورد بررسی قرار گرفت. نتایج هر سه آزمون ریشه واحد، هم انباشتگی و آزمون انباشتگی کسری حاکی از وجود حساب در بورس اوراق بهادار تهران در دوره مذکور است.

عبدالملکی حجت اله و دیگران (۱۳۹۲) در مقاله ای با عنوان، بررسی وجود حساب قیمتی در بازار سهام

شین و دیگران (۲۰۱۴) در مطالعه خود به بررسی وجو حباب قیمت در بازار مسکن ایالت های مختلف چین پرداختند. محققین با استفاده از روش های هم جمعی و تصحیح خطای برداری نتیجه گرفتند که در بازه زمانی ۱۹۹۶-۲۰۰۹ و ۲۰۰۰ الی ۲۰۱۲ در ایالت های مورد بررسی چین حباب قیمتی وجود داشته است.

ژو و چن (۲۰۱۵)، به بررسی وجو حباب قیمت در مسکن آمریکا پرداختند. محققین با استفاده از روش حداقل مربعات غیر مستقیم و الگوی MTAR فرضیه وجود حباب قیمت را برای دوره زمانی ۱۹۷۲-۲۰۱۲ مورد تایید قرار دادند.

بالسیلار و همکاران (۲۰۱۶)، حباب های چندگانه در بازار سهام آفریقای جنوبی را شناسایی، تحلیل و تایید نمودند.

### ۳- روش شناسی پژوهش

#### ۳-۱- روش تحقیق، جامعه، نمونه آماری و فرضیه تحقیق

تحقیق حاضر، از لحاظ هدف، کاربردی و از حیث اجرا توصیفی و علی مقایسه ای می باشد. جامعه آماری تحقیق حاضر کلیه شرکت های گروه پتروشیمی و شیمیایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که سال مالی آنها ۲۹ اسفند و در بازه زمانی ابتدای ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۵ در فهرست شرکت های بورسی قرار گرفته باشند. بنابراین از میان ۵۹ شرکت گروه صنعت شیمیایی و نفتی، کک و سوخت هسته ای ۵۱ شرکت فعال به صورت سیستماتیک از این گروه نمونه گیری شده است. همچنین در این تحقیق، آزمون فرضیه ذیل مد نظر می باشد:

**فرضیه اصلی:** چرخه های سیاسی (ماهیت سیاسی ریاست جمهوری) به عنوان عامل محدودکننده حباب قیمتی بر نرخ بازده واقعی شرکتهای گروه صنعت

چنگ و لو (۲۰۰۹) با استفاده از داده های سالانه، قیمت سهام S&P 2224 مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق عدم وجود حباب را طی دوره ۱۸۳۱ قیمتی را رد کرد.

سوان و کالو (۲۰۱۰) مطالعه ای انجام دادند و بررسی کردند که آیا محدودیت هایی که برای قیمت در بازار سرمایه وضع می شود واقعا ناصواب است یا خیر، آنها تئوری بازی ها را به کار گرفتند، استفاده از مدل های تئوری بازی نشان میدهد اگر هزینه های نظارت و بازبینی در بازار های سرمایه بالا رود، در این حالت اعمال محدودیت های قیمتی مفید واقع میشود. البته قوانین مربوط به محدودیت های قیمتی میتواند منجر به افشای کمتر اطلاعات اقتصادی و ایجاد روزنه برای فساد و عدم کارآمدی قانون شود. هزینه ها به طور طبیعی اگر نظام بازار سرمایه ناکار آمد باشد افزایش رشدی پیدا میکنند. مکانیزم های ایستا گرایانه بازار به هر نحو باز خورد های مثبت و منفی برای بازار سرمایه میتواند داشته باشد.

لامونت (۱۹۹۸)، بوسیله آزمون دیکی فولر تعمیم یافته در طی دوره ۱۹۴۷ تا ۱۹۹۴ سود سهام ایالات متحده را بررسی نموده و نتوانسته فرضیه عدم وجود حباب های تورمی را تأیید کند. (Lamont, ۱۹۹۸)

انگستد و همکاران (۲۰۰۱)، با ارائه یک روش تشخیص جدید، بازار سهام ایالات متحده و بریتانیا را از ۱۹۱۹ تا ۱۹۹۹ بررسی نموده اند آنها باروش ابداعی خود فرض نبود حباب های تورمی عقلایی را رد نمودند. (Engsted, et al., ۲۰۰۱)

آواد و دارقما (۲۰۰۹)، کارایی در سطح ضعیف بازار فلسطین را طی دوره ۲۰۰۸ - ۱۹۹۸ مورد بررسی قرار دادند. آنها با مشاهده روزانه ۳۵ شرکت در صنایع مختلف (بانکداری، خدماتی، بیمه و سرمایه گذاری و صنعتی)، شاخص بازار فلسطین را با آزمون های ریشه واحد فیلیپ پرون و دیکی فولر تعمیم یافته و KPSS مورد مطالعه قرار داده و نشان دادند که بازار فلسطین در دوره مورد بررسی در سطح ضعیف کارا نمی باشد.

شیمیایی و نفتی، کک و سوخت هسته ای تاثیر معناداری دارد

### ۳-۲- مدل و متغیرهای تحقیق

در این تحقیق، تخمین مدل ذیل مد نظر می باشد:

$$Rit = \beta_0 + \beta_1 CoCit + \beta_2 OCF + \beta_3 Lit + \beta_4 RDit + \beta_5 DDit + \beta_6 REit + \beta_7 Sit + \epsilon$$

بطوریکه متغیر وابسته نرخ بازده کل واقعی شرکتهای مورد مطالعه (Rit) و متغیرهای مستقل شامل، هزینه سرمایه (هزینه سهام عادی موجود)، متغیرهای چرخه های سیاسی RDt و DDt که براساس مدل وانگ، (۲۰۱۵) نشان دهنده متغیرهای مجازی ماهیت سیاسی (حزبی) کابینه ریاست جمهوری در کنار متغیرهای ورودی بر اساس تئوری محدودیت ( و البته نوآوری تحقیق) می باشند. بطوریکه در جایی که کابینه ماهیت اصولگرایی دارد  $RDt = 1$  و زمانی که کابینه ریاست جمهوری ماهیت اصلاح طلبی به دست گیرد  $DDt = 1$  خواهد بود، می باشد. همچنین، متغیرهای کنترلی شامل، اهرم مالی (کل بدهی ها به کل دارایی ها یا همان نسبت بدهی شرکت ها) و سود انباشته و اندازه شرکت (سرمایه شرکت قبل از افزایش سرمایه و یا در صورت وجود داده ها لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی های شرکت) می باشند. متغیرهای مذکور به طرق ذیل محاسبه می شوند:

(۱) نرخ بازدهی کل واقعی (R): عبارتست از:

(۲)

$$Rit = (Pit - Pit-1 + DPSit) / Pit-1$$

Rit: نرخ بازده کل واقعی شرکت نام در دوره زمانی t ،  
Pit: قیمت سهام شرکت نام در پایان دوره زمانی t ،  
Pit-1: قیمت سهام شرکت نام در ابتدای دوره t و  
DPSit: سود نقدی دریافتی شرکت نام در دور t

(۲) هزینه سرمایه (Cost of Capital): یکی از دیدگاه ها برای محاسبه هزینه سرمایه سهام عادی، مدل تنزیل سود تقسیمی است. البته در صورت

استفاده از نرخ رشد می توان چندین روش برای محاسبه این نرخ استفاده نمود. این دیدگاه ها برآوردهای مختلفی از نرخ رشد ارائه می دهند، زیرا هر کدام از آنها بر منابع مختلفی از اطلاعات تکیه می کنند. روش رشد پایدار، نرخ رشد مورد انتظار را از طریق پیش بینی نرخ انباشت سود (نسبت تقسیم سود) و ضرب آن در بازده حقوق صاحبان سهام مورد انتظار، محاسبه می کند (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰).

(۳) اهرم مالی (Leverage): عبارتست از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت بدست می آید (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۹).

(۴) سود انباشته (Retained Earning): سود انباشته از اضافه کردن سود خالص یا کسر کردن زیان خالص از سود انباشته ابتدای دوره، سود سهام پرداختنی به سهام داران به دست می آید.

(۵) اندازه شرکت (Size): عبارتست از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی های شرکت و یا میزان سرمایه شرکت قبل از افزایش سرمایه

### ۳-۳- تحلیل مدل برازش شده (آزمون فرضیه اصلی تحقیق)

پس از تخمین مدل به روش اثرات ثابت (که با بررسی نتیجه آزمون F لیمر و آزمون هاسمن انتخاب گردید) در تفسیری جامع و بر اساس جدول شماره (۱) نحوه تاثیرگذاری و آزمون معناداری متغیرهای مدل تحقیق (با هدف آزمون فرضیه اصلی تحقیق) می توانیم علامت، میزان تاثیرگذاری و معناداری ارتباط تک تک متغیرها را با نرخ بازده سهام و نهایتاً فرضیه اصلی تحقیق را به شرح ذیل تفسیر و تحلیل نماییم.

بطوریکه، متغیر COC (هزینه سرمایه)، با توجه به رابطه محاسباتی هزینه سرمایه بر مبنای سود حسابداری تقسیم شده و نیز ارتباط مستقیم سود بازده سهام، انتظار می رود تاثیر این متغیر بر نرخ بازده سهام مثبت باشد. در مورد تاثیر متغیر وجه نقد عملیاتی (COF) نیز با توجه به تحقیقات ویلسون



می‌گردد که علامت ضریب مربوط به آن نیز مثبت و کاملاً معنادار (prob معادل ۰/۰۰۰۰) است.

#### ۴- بحث و بررسی

در این قسمت با توجه به مبحث قبلی مبنی بر انتخاب روش فوق الذکر، تخمین مدل دوم تحقیق برای آزمون فرضیه دوم صورت می‌گیرد. جدول شماره (۱) نتایج این تخمین را که مربوط به آزمون تأثیر متغیر چرخه های سیاسی (RD و DD) در کنار متغیرهای مالی COC, OCF, L, RE, S (البته به جز متغیر حباب قیمتی؛ DP) بر متغیر وابسته تحقیق (نرخ بازده سهام؛ R) برای شرکتهای تحت بررسی طی سالهای ۱۳۹۵-۱۳۸۸ نشان می‌دهد. البته متغیر چرخه های سیاسی نشان دهنده متغیرهای مجازی ماهیت سیاسی ریاست جمهوری طی دوره مورد نظر در ایران می‌باشند بطوریکه در جایی که ریاست جمهوری اصولگرا بوده (۱۳۹۱-۱۳۸۸) دولت را به دست گیرد  $RD_t = 1$  و زمانی که ریاست جمهوری اصلاح طلب (۱۳۹۵-۱۳۹۲) دولت را به دست گیرد  $DD_t = 1$  خواهد بود.

#### جدول شماره (۱). نتایج تخمین مدل برای آزمون

##### فرضیه اصلی تحقیق

متغیر	ضریب	آماره t	prob
C	-۶/۷۵	۳/۳۰	*۰,۰۱۰۵
COC	۶/۰۲	۳/۸۶	۰,۰۰۰۸
OCF	۳/۵۰	۴/۰۱	*۰,۰۱۰۰
L	۱/۶۶	۲/۳۵	۰/۰۲۰۷
RE	۱/۶۱	-۳/۵۸	*۰,۰۰۰۰
S	۱	۳/۲	*۰,۰۰۰۰
RD	-۱/۶۶	۳/۱۱	۰,۱۲۰۰
DD	۲/۸	-۳/۵۸	۰/۰۰۰۴
آماره های رگرسیون	تعدیل $R^2 = ۰/۸۸$ شده	DW=۱,۸۸	معناداری کل رگرسیون Prob=۰,۰۰۰

\*سطح معناداری ۵ درصد

منبع: یافته های تحقیق

(۱۹۸۶)، مجموعه ارقام تعهدی و وجه نقد حاصل از عملیات با یکدیگر دارای محتوای اطلاعاتی فزاینده نسبت به محتوای اطلاعاتی سود است و اینکه یک همراهی و ارتباط مثبت بین اجزای تعهدی و وجه نقدی عملیاتی (COF) با بازده سهام شرکتهای وجود دارد.

متغیر اهرم مالی (L)، بر اساس معیار اول تئوری محدودیت (عملکرد سیستم) وارد مدل می‌شود. بر اساس مطالعه ایزدی نیا و رحیمی دستجردی (۱۳۸۸)، بین اهرم مالی و نرخ بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتیجه ای که در مدل این تحقیق نیز مورد تایید قرار گرفت. برای متغیر سود انباشته (RE)، با توجه به رابطه محاسباتی برای نرخ بازده سالیانه سهام، در قالب افزایش سرمایه از محل سود انباشته (قبل و بعد از مجمع عمومی) ملاحظه می‌شود که سود انباشته با علامت مثبت در صورت کسر نرخ بازده سهام ظاهر شده و افزایش آن می‌تواند سبب افزایش نرخ بازده سالیانه گردد. لذا، انتظار داریم در مدل تخمینی تحقیق علامت ضریب مربوط به این متغیر مثبت (و البته از حیث آماری معنادار) باشد. نتیجه ای که در این تحقیق مورد تایید قرار گرفت.

متغیر اندازه شرکت (Size) نیز از جمله عوامل دیگری است که توجه متخصصین را به خود جلب کرده است، از آنجایی که شرکتهای بزرگ به منابع مالی ارزان تری دسترسی دارند از کارآیی و سوددهی بیشتر و در نتیجه بازده سهام بالاتری برخوردار هستند. نتیجه تخمین مدل این تحقیق نیز با این بحث تئوریک هم راستا بوده و با توجه به ضریب مثبت و معناداری این متغیر، اساس تئوریک آن نیز در این تحقیق مورد تایید قرار گرفته است.

برای متغیر RD (چرخه سیاسی برای دوره استقرار دولت اصول گرا در ایران) نیز ملاحظه می‌گردد که علامت ضریب مربوط به آن نیز منفی و کاملاً معنادار (prob معادل ۰/۰۱۲) است.

برای متغیر DD (چرخه سیاسی برای دوره استقرار دولت اعتدال گرا در ایران) نیز ملاحظه

در تفسیری جامع تر بر نحوه تاثیرگذاری و آزمون معناداری متغیرهای مدل تحقیق (با هدف آزمون فرضیه اصلی)، می توانیم تک تک متغیرها را به شرح ذیل تحلیل و تفسیر می نماییم.

بر اساس تخمین مدل تحقیق ملاحظه می گردد که یک واحد افزایش در متغیر COC، توانسته متغیر نرخ بازده سالیانه سهام را به میزان ۶,۰۲ واحد ارتقاء دهد. البته نتیجه آزمون معناداری تاثیر این متغیر در برازش مدل اول این تحقیق همچنین با نتیجه تحقیق وانگ و ام سی وانگ (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

نتیجه آزمون معناداری تاثیر متغیر OCF در برازش مدل تحقیق با نتیجه تحقیق وانگ و ام سی وانگ (۲۰۱۵) مطابقت دارد. بطوریکه، برای متغیر OCF، تخمین مدل تحقیق نشان می دهد که ضریب متغیر وجه نقد عملیاتی تاثیر مثبت و به میزان ۳,۵۰ واحد است و با توجه به  $prob < 0.05$  معنادار می باشد.

برای متغیر L (اهرم مالی) ملاحظه می گردد که علامت ضریب مربوط به آن نیز مثبت و معنادار ( $prob < 0.05$ ) است. بطوریکه یک واحد کاهش در L باعث حدوداً ۱/۶۶ واحد کاهش در نرخ بازده می گردد. البته نتیجه آزمون معناداری تاثیر این متغیر در برازش مدل تحقیق همچنین با نتیجه تحقیق وانگ و ام سی وانگ (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

همچنین نتایج تخمین نشان می دهد، ضریب متغیر RE (سود انباشته) ۱/۶۱ و مثبت و معنادار است ( $Prob < 0.05$ ). البته نتیجه آزمون معناداری تاثیر این متغیر در برازش مدل این تحقیق همچنین با نتیجه تحقیق وانگ و ام سی وانگ (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

برای متغیر S (اندازه شرکت) نیز ملاحظه می گردد که علامت ضریب مربوط به آن نیز مثبت و کاملاً معنادار ( $prob < 0.08$ ) است. بطوریکه یک واحد افزایش در S باعث ۱ واحد افزایش در نرخ بازده سهام شده است. البته نتیجه آزمون معناداری تاثیر این متغیر در برازش مدل تحقیق این تحقیق همچنین با نتیجه تحقیق وانگ و ام سی وانگ (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

برای متغیر RD (چرخه سیاسی برای دوره استقرار دولت اصول گرا در ایران) نیز ملاحظه می گردد که علامت ضریب مربوط به آن نیز منفی و کاملاً معنادار ( $prob$  معادل ۰/۰۱۲) است. بطوریکه یک واحد افزایش در S باعث ۱/۶۶ واحد کاهش در نرخ بازده سهام شده است.

برای متغیر DD (چرخه سیاسی برای دوره استقرار دولت اعتدال گرا در ایران) نیز ملاحظه می گردد که علامت ضریب مربوط به آن نیز مثبت و کاملاً معنادار ( $prob$  معادل ۰/۰۰۰۰) است.

همچنین قابل ذکر است که با توجه به بالا بودن آماره F و  $prob$  صفر برای معناداری کل رگرسیون می توان گفت که مدل مذکور صد در صد دارای معناداری کلی می باشد. نتایج تخمین مدل تحقیق، همچنین میزان ضریب تعیین ( $R^2$ ) تعدیل شده معادل ۸۸ درصد و آماره دوربین واتسون ( $DW$ ) به اندازه ۱,۸۸ به ترتیب بیانگر نیکویی برازش بالای مدل و نیز عدم وجود مشکل خودهمبستگی حاد بین جملات اخلاص می باشد.

#### ۵- نتیجه گیری و بحث

با توجه به برآورد و تحلیل مدل تحقیق نتایج ذیل حاصل شده است.

۱) بر اساس نتایج حاصل از تخمین مدل تحقیق مشخص می گردد که با توجه به علامت مثبت و معنادار برای تمام ضرایب متغیرهای این مدل (به جز RD) و نیز  $prob$  کوچکتر از ۰,۰۵ می توان گفت، متغیرهای COC (هزینه سرمایه)، OCF (وجه نقد عملیاتی)، L (اهرم مالی)، RE (سود انباشته)، S (اندازه شرکت) و متغیر چرخه سیاسی DD (برای دوره دولت اعتدال گرا در ایران) تاثیر مثبت و معناداری بر متغیر نرخ بازده سالیانه سهام (R) دارند. لذا تقویت متغیرهای مذکور در کنار توجه دولتها به رویکردهای اعتدال گرایی برای تاثیر مثبت بر بازار سرمایه ایران توصیه می گردد.

تحقیق در کنار متغیرهای حباب قیمتی و  
چرخه های سیاسی

### فهرست منابع

- \* خان محمدی، حامد، (۱۳۹۰)، سنجش توان کارکرد حسابداری عملکرد سیستم مبتنی بر تئوری محدودیت ها جهت ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکتهای تولیدی "رساله دکتری به راهنمایی رهنمای رودپشتی، فریدون، دانشکده مدیریت دانشگاه آزادواحد علوم تحقیقات.
- \* علی پور، سیاوش، ( ۱۳۸۶ )، بررسی وجود حبابهای قیمتی عقلایی در بورس اوراق بهادرتهران، پایانامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی، دانشگاه مازندران.
- \* سلطانی، اصغر ( 1386 )،، بررسی حبابهای قیمتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره 1370-1384؛ پایان نامه دکتری مدیریت بازرگانی، دانشگاه شهید بهشتی تهران.
- \* علی پور، سیاوش ( 1386 )،، بررسی وجود حبابهای قیمتی عقلایی در بورس اوراق بهادار تهران؛ پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی، دانشگاه مازندران.
- \* گذاری، اکبر ( 1385 )،، بررسی حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالیان اخیر (1383-1384؛ پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده تربیت مدرس.
- \* معدلت، کوروش ( ۱۳۸۱ )، بررسی وجود حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران طی سالیان اخیر؛ مجموعه پژوهشهای اقتصادی، شماره ۲۰، بهمن، ص ۲۴-۱
- \* صمدی سعید، زهرا نصراللهی و امین زاهد مهر. آزمون کارایی و وجود حباب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از قاعده فیلتر و الگوی CAPM، فصلنامه بررسی های اقتصادی، دوره ۴، ص ۹۱-۱۱۳

(۲) برای متغیر RD (چرخه سیاسی برای دوره استقرار دولت اصول گرا در ایران) نیز ملاحظه می گردد که علامت ضریب مربوط به آن نیز منفی و کاملاً معنادار (prob معادل ۰/۰۱۲) است. بطوریکه یک واحد افزایش در S باعث ۱/۶۶ واحد کاهش در نرخ بازده سهام شده است.

(۳) برای متغیر DD (چرخه سیاسی برای دوره استقرار دولت اعتدال گرا در ایران) نیز ملاحظه می گردد که علامت ضریب مربوط به آن نیز مثبت و کاملاً معنادار (prob معادل ۰/۰۰۰۰) است. لذا در یک دیدگاه کلی می توان گفت ضرایب مدل تخمینی تحقیق، دقیقاً منطبق با انتظارات تئوریک و مبتنی بر مقاله مبنا و پیشینه تحقیق بر نرخ بازده سهام (متغیر وابسته) تاثیر مثبت و معناداری داشتند. لذا فرضیه تحقیق که بیان می دارد چرخه های سیاسی (ماهیت سیاسی ریاست جمهوری) به عنوان عامل محدودکننده حباب قیمتی بر نرخ بازده واقعی شرکتهای گروه صنعت شیمیایی و نفتی، کک و سوخت هسته ای تاثیر معناداری دارد را می توان پذیرفت.

(۴) براساس نتایج بدست آمده از تخمین مدل، تقویت متغیرهای مالی برای بهبود نرخ بازده سهام با توجه به تاثیر مثبت و معنادار آنها در کنار متغیر چرخه های سیاسی با ماهیت اعتدال گرایی پیشنهاد می گردد.

برای تحقیقات آتی بطور کلی موارد ذیل پیشنهاد می گردد:

- (۱) انجام مطالعه مقایسه ای با موضع مشابه این تحقیق برای سایر شرکتهای بورسی فعال در گروههای صنعتی در بازار سرمایه ایران
- (۲) انجام این تحقیق با وجود متغیرهای نااطمینانی در اقتصاد مانند نوسانات نرخ ارز و تاثیر تورم
- (۳) اضافه کردن متغیرهای ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک به مدل های اول و دوم این

- \* Sergey Perminov, *Trendocracy and Stock Market Manipulations* (2008, ISBN 978-1-4357-5244-3).
- \* Topol, Richard (1991). "Bubbles and Volatility of Stock Prices: Effect of Mimetic Contagion". *The Economic Journal* (Blackwell Publishing) 101 (407): 786–800. doi:10.2307/2233855. JSTOR 2233855.
- \* De Long, J. Bradford; Shleifer, Andrei; Summers, Lawrence H. ; Waldmann, Robert J. (1990). "Noise Trader Risk in Financial Markets". *Journal of Political Economy* 98 (4): 703–738. doi:10.1086/261703.
- \* Wanga, Miao, Wong .M. C. Sunny. (2015). Rational speculative bubbles in the US stock market and political cycles, journal homepage: www.elsevier.com/locate/frl, pp. 3-9.
- \* Shiratsuka, S. (2003); *Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability* , IMES Discussion Paper Series, Institute for Monetary and Economic Studies Bank of Japan.
- \* Copeland, T.E., Keenan, P. T. (1998), "How Much Is Flexibility Worth?". *The McKinsey Quarterly*. n.2, p.38-49.
- \* Engsted, T., Tanggaard, C., , (2001), *A New Test for Speculative Bubbles Based on Return Variance Decompositions*; Department of Finance, the Aarhus School of Business Denmark Publication.
- \* Lamont, O., (1998), *Earnings and Expected returns* Journal of Finance 53.PP. 1563-1587.
- \* Cheng, k. & Lu, c. (2009). "Identifying the Stock Bubble Period from Long Term S&P 500 Index". *International Conference on Business Management and Information Technology Application*.
- \* Awad, Ibrahim, Daraghma, Zahran.(2009). "Testing the Weak Form Efficiency of Palestinian Securities Market", *International Research Journal of finance and Economics*.
- \* Shih, Y., Li, H& .,Qin, B. (2014). *Housing price bubbles and inter-provincial spillover: Evidence from China* . Habitat International, 43:142-151.
- \* ie, Z. &Chen, S. (2015). *Are there periodically collapsing bubbles in the REIT markets? New evidence from the US* . *Research in International Business and Financ*, 33: 17-31.
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۸۷) "حسابداری مدیریت راهبردی" انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی.
- \* اسدی، غلامحسین و عبده تبریزی، حسین، سلطانی، اصغر، (۱۳۸۶)، *پایاننامه دکترا، آزمون حبابهای قیمتی سهام در شرکت های منتخب بورس اوراق بهادار تهران*، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۵.
- \* صالح آبادی، علی و دلیربان، هادی، (۱۳۸۹)، *بررسی حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران*، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۹.
- \* زندیه، مصطفی و قوچانی، روزبه (۱۳۹۲)، *اثر حجم معاملات و نسبت بالای P/E در ایجاد حباب قیمتی*، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری-انجمن مهندسی مالی ایران، سال دوم، شماره هشتم.
- \* ایزدی نیا ناصر و رحیمی دستجردی محسن (۱۳۸۸)، *تاثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم*، مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری)، دوره ۱، شماره ۳، صص ۱۳۶ الی ۱۶۱.
- \* شیرین بخش ماسوله، شمس اله و صلوی تبار، شیرین (۱۳۹۵)، *پژوهش های اقتصادسنجی با Eviews 8 & 9*، انتشارات نور علم، چاپ اول، تهران.
- \* saikat sovan deb and petko s. kalev.(2010). *are price limits really bad for equity markets?*, *Journal of banking and finance* 34, 2462-2471
- \* Taylor, M. P., Peel. D. A. (1998). *Periodically Collapsing Stock Prices Bubbles: A Robust Test*; MiMEO, Department of Economics, Oxford University.
- \* Smith, Vernon L. ; Suchanek, Gerry L. ; Williams, Arlington W. (1988). "Bubbles, Crashes, and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets". *Econometrica* (The Econometric Society) 56 (5): 1119–1151. doi:10.2307/1911361. JSTOR 1911361

- \* Balcilar, M., R. Gupta, C. Jooste & M.E. Wohar. (2016). Periodically Collapsing Bubbles in the South African Stock Market. University of Pretoria, Working paper, No. 201624.
- \* Figuerola-Ferretti, I. & J.R. McCrorie. (2016). The Shine of Precious Metals Around The Global Financial Crisis. Journal of Empirical Finance.
- \* Gomez-Gonzalez, J.E., J.N. Ojeda-Joya, C. Rey-Guerra & N. Sicard. (2013). Testing for Bubbles in Housing Markets: New Results Using a New Method. Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper, No. 164.
- \* Komaromi, G. (2004). Was There a Stock Market Bubble in Hungary? *Competitio*, 3(1): 169-178.
- \* Ohlson, James A. & Stephen H. Penman ,(1992). "Disaggregated Accounting data as Explanators for variable returns ", *Journal of Accounting , Auditing & Finance* , PP . 533 – 573

