The role of positive and negative news in the emergence of price bubbles based on financial reporting in the period before and after the takeover (Study of companies admitted to Tehran Stock Exchange)

- **Mansour Moghaddasin** [۱]
- **Mirfeiz Fallah Shams** [۲]
- **Seyed Kazem Chavoshi** [۳]
- **Reza Gholami Jamkarani** [٤]

Abstract

The purpose of this article was to investigate the issue of price bubbles based on financial reporting in companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period before and after the takeover. One of the strategies that is increasing in Iran's capital market during the recent periods due to the privatization program of state-owned industries and the expansion of investment companies as a result, is the takeover strategy. This strategy is among the strategies of companies to increase their competitive position in order to maximize the wealth of shareholders.

The purchase and acquisition of companies can be considered as a trading opportunity, and the buyer prevents the decrease of the market share and prevents the entry of a new competitor. In this study, the information related to the transferred companies for the period of ۲۰۱۱-۲۰۲۱ was used. The obtained results have shown that there is a positive relationship between the increase in stock price and takeover, and in the estimated logit regression model, it was observed that a one percent increase in takeover can lead to a ٦,٥٪ increase in price and price bubbles. Companies react differently to positive and negative news. Based on this, the results of the test indicate that there is a relationship between takeover and the occurrence of price bubbles, and in companies that have takeovers and changes in ownership, the probability of occurrence of price bubbles is higher.

Keywords: Positive and negative news, price bubble, price manipulation, logit regression, financial reporting

[۱] Department of Financial Management, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran
[۲] Department of Financial Management, central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding author), Email: fallahshams@gmail.com
[۳] Department of Insurance, Banking and Customs Management, Kharazmi University, Tehran, Iran
[٤] Department of Accounting, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

نقش اخبار مثبت و منفی در بروز حباب قیمتی بر اساس گزارشگری مالی در دوره قبل و بعد از تصاحب
(مطالعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

- منصور مقدسین[۱]
- میرفیض فلاح شمس[۲]
- سیدکاظم چاوشی[۳]
- رضا غلامی جمکرانی[۴]

چکیده

هدف مقاله حاضر بررسی مسئله حباب قیمتی بر اساس گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره قبل و بعد از تصاحب بوده است. یکی از استراتژی‌ها که در بازار سرمایه ایران، در طول دوره‌های اخیر به جهت برنامه خصوصی‌سازی صنایع دولتی و به تبع آن بزرگ شدن شرکت‌های سرمایه گذاری رو به افزایش است، استراتژی تصاحب است. این استراتژی، ازجمله استراتژی‌های شرکت‌ها جهت افزایش موقعیت رقابتی خود در راستای حداکثرکردن ثروت سهامداران است. خرید و تصاحب شرکت‌ها می‌تواند به عنوان فرصت معاملاتی تلقی گردد و خریدار به وسیله آن ازکاهش سهم بازار جلوگیری کرده و مانع ورود رقیب جدید می‌گردد. در این مطالعه از اطلاعات مربوط به شرکت‌های واگذار شده برای دوره زمانی ۱۴۰۱-۱۳۹۲ استفاده شده است. نتایج بدست آمده بیانگر این بوده است که رابطه مثبت بین افزایش در قیمت سهام و تصاحب وجود داشته است و در مدل رگرسیون لاجیت برآورد شده مشاهده شد که افزایش یک درصدی در تصاحب می‌تواند منجر به افزایش ۶,۵ درصدی در افزایش در قیمت و حباب قیمتی و واکنش متفاوت شرکت‌ها به اخبار مثبت و منفی شود. بر این اساس نتایج آزمون حاکی از این است که بین تصاحب و بروز حباب قیمتی ارتباط وجود دارد و در شرکت‌هایی که تصاحب و تغییر در مالکیت دارند احتمال بروز حباب قیمتی بیشتر است.

واژگان کلیدی: اخبار مثبت و منفی، حباب قیمتی، دستکاری قیمت، رگرسیون لاجیت، گزارشگری مالی

---

[۱] گروه مدیریت مالی، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران.
[۲] گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول). رایانامه: fallahshams@gmail.com
[۳] گروه مدیریت بانک، بیمه و گمرک، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران.
[۴] گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

۱. مقدمه

بازار سرمایه به عنوان یکی از مهمترین گزینه های سرمایه گذاری، جایگاه مناسبی برای جذب سرمایه‌ها به شمار می‌رود و سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن درجه ریسک‌پذیری و بازدهی مورد انتظار، سهام مورد نظر خود را انتخاب می کنند. در نتیجه بازارهای سرمایه باید کارایی لازم را برای جذب سرمایه گذاران و تامین منابع مالی و در نتیجه تخصیص بهینه منابع جهت بازدهی بیشتر آنها داشته باشند. برای رسیدن بازار سرمایه به این کارایی لازم است که نوسانات در بازار به صورت منطقی و بر اساس عوامل بنیادی ایجاد شود. هر چند که در کوتاه مدت، بازار دارای نوساناتی است که البته ماهیت بازار هم همین را اقتضا می کند، اما در بلند مدت قیمت سهام باید بر اساس عوامل منطقی شرکت‌ها و اطلاعات منتشره در باره آنها تعیین گردد (وکیلی فرد و همکاران، ۱۳۸۹).

یکی از استراتژی ها که در بازار سرمایه ایران، در طول دوره های اخیر به جهت برنامه خصوصی‌سازی صنایع دولتی و به تبع آن بزرگ شدن شرکت‌های سرمایه گذاری رو به افزایش است، استراتژی تصاحب است. این استراتژی، ازجمله استراتژی‌های شرکت‌ها جهت افزایش موقعیت رقابتی خود، در راستای حداکثر کردن ثروت سهامداران است. خرید و تصاحب شرکت‌ها می‌تواند به عنوان فرصت معاملاتی تلقی گردد و خریدار به وسیله آن از کاهش سهم بازار جلوگیری کرده و مانع ورود رقیب جدید می گردد. بررسی بازار سرمایه و تشخیص به موقع خرید و فروش یک سهم، همیشه مشکلاتی را برای سهامداران به خصوص سهامداران جزء به جهت عدم توانایی بررسی علمی بازار و انجام اقدامات نسنجیده که موجبات ناراحتی و ریسک بازار سرمایه ایران را فراهم می کند در بر داشته است (هاناکی و همکاران[۱]، ۲۰۲۳).

در پی آن ارتقاء بهره‌وری و تشویق ابتکارات، ضروری است که این امر بازاری روان و کارا برای خرید و فروش اوراق بهادار ایجاد می کند که بر خلاف آن فرآیند تخصیص بیمارگونه سرمایه موجب انجام کارهای بدون بهره‌وری می‌شود و بازار سهام را تضعیف می‌نماید. با در نظرگرفتن عوامل موثر در استراتژی تصاحب با توجه به اینکه اغلب اهداف سهامدار عمده با سهامدار جزء متفاوت است، بررسی روند حرکت قیمت سهم در طول این دوره می‌تواند راهنمایی برای سهامداران برای تصمیم‌گیری بهتر باشد. یک حباب را به طور ساده می‌توان افزایش شدید و پیوسته در قیمت یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها در حالتی تعریف کرد که افزایش اولیه در قیمت ناشی از انتظارات افزایشی قیمت و در نتیجه جذب خریداران جدید (اغلب سفته بازان علاقمند به سود ناشی از معامله دارایی و نه استفاده از ظرفیت درآمدزایی آن هستند) بوده است. این افزایش قیمت اغلب با یک سری انتظارات معکوس و کاهش شدید قیمت‌ها همراه بوده که اغلب منجر به ایجاد بحران‌های مالی شده است.

---

[۱] Hanaki and et al.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

به طور کلی، امکان وجود حباب قیمتی در یک بازار زمانی فراهم می‌شود که تغییرات انتظاری قیمت در آینده عامل مهمی در تعیین قیمت‌های جاری باشد. اطلاق نام حباب بر این پدیده مبین وابستگی آن به عوامل خارج از بازار است (عباسی و همکاران، ۱۳۹۷).

کیفیت اطلاعات و گزارشگری شفاف یکی از انتظارات در بازار سرمایه به شمار می‌رود. این اعتقاد به صورت گسترده وجود دارد که کیفیت گزارشگری مالی مستقیماً بر بازارهای سرمایه اثرگذار است. همچنین کیفیت اطلاعات اثر مستقیمی بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد و از این طریق نقش مهمی را در تعیین هزینه سرمایه ایفا می‌کند. کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه منوط به کیفیت و شفافیت اطلاعات است به طوری که هر قدر این کیفیت و شفافیت ارتقاء یابد، کارایی بازار سرمایه نیز افزایش یافته و امکان دستکاری قیمت سهام نیز از بین می‌رود. از دیگر مزایای گزارشگری مالی با کیفیت و افشای مناسب در بازار اوراق بهادار، کشف صحیح قیمت در بازارهای اولیه و ثانویه، کاهش هزینه سرمایه، کاهش مدیریت سود، افزایش نماد شوندگی سهام و کاهش ریسک مشارکت‌کنندگان است. موفقیت بازار سرمایه تحت تأثیر کیفیت افشا و گزارشگری مالی می‌باشد به طوری که هر چه گزارشگری مالی و افشا شرکت‌ها مبتنی بر استانداردها و مقررات با کیفیت باشد، اعتماد سرمایه‌گذاران و سایر مشارکت‌کنندگان بازار به قابلیت اتکای اطلاعات مالی افزایش خواهد یافت. با توجه به این مسائل و در جهت گسترش ادبیات مالی که وسعت، عمق و غنای آن در حال حاضر بسیار اندک می‌باشد و نیز با توجه به لزوم به روز شدن در دانش امروز موجود در دنیا، حداقل در قلمرو بنیادی، این مقاله به بررسی یکی از جدیدترین مباحث مدیریت مالی یعنی دانش مالی رفتاری که به رفتار شناسی بازار سرمایه و مطالعه جنبه‌های رفتاری و روانشناسی بازار سرمایه می‌پردازد، اختصاص دارد. در این حیطه یکی از مباحث جالب، حبابی بودن قیمت سهام می‌باشد که توجه خود را به ناهمسانی‌های رفتار و عملکرد بازار در دوران مختلف سال معطوف می‌دارد. در مجموع در این مطالعه، از تکنیک مدل احتمالی لاجیت و آزمون‌های تشخیص برای بررسی مسئله حباب قیمتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره قبل و بعد از تصاحب استفاده شده است.

جنبه نوآوری مطالعه حاضر در این است که با استفاده از بحث گزارشگری مالی و امور حسابداری به بررسی وجود حباب قیمتی در قیمت سهم مربوط به شرکت‌های بورسی پرداخته می‌شود و با استفاده از تکنیک‌های اقتصادسنجی در پی نشان دادن اثرات مربوط به اخبارهای مثبت و منفی و شوک‌های وارد شده به بازار سهام و تاثیر آن بر قیمت‌ها می‌باشد.

عملکرد مناسب گزارشگری مالی و حسابداری می‌تواند به عنوان یک شاخص تعدیل کننده در خصوص جلوگیری از رشد حبابی قیمت‌ها عمل کند که این موضوع در مطالعات پیشین کمتر مورد توجه بوده است. در ایران پژوهش‌های مختلفی راجع به حباب قیمتی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اخیر انجام شده است، اما با توجه به ویژگی‌های مدل لجستیک و آزمون تسلسل و Sign در مورد بررسی حبابی بودن قیمت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، طبق تحقیقات خارجی انجام شده، استفاده از این مدل در این مقاله، موضوعی جدید محسوب می‌گردد. ساختار مقاله حاضر در پنج بخش تنظیم شده است.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

بخش دوم اختصاص به ادبیات تحقیق و مروری بر مطالعات پیشین دارد. در بخش سوم روش شناسی تحقیق ارائه شده است. بخش چهارم به برآورد مدل تجربی و آزمون‌های تشخیصی اختصاص یافته است. در نهایت به نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات پرداخته می‌شود.

۲. ادبیات تحقیق

در ادبیات اقتصادی انحراف قیمت دارایی‌ها از قیمت‌های تعادلی بلند مدت آنها را حباب می‌گویند. هرگونه انحراف قیمت سهام از مقدار واقعی آن منجر به تشکیل حباب می‌گردد. در صورتی که بتوان قیمت روز سهام را ترکیب‌زدایی[۱] نمود، هرگونه تفاوت قیمت روز از ارزش فعلی مجموع سودهای قابل انتظار در یک دوره نامحدود قابل تصور، نشان‌دهنده وجود جزء حبابی در قیمت روز سهام خواهد بود. حباب وقتی اتفاق می‌افتد که تقاضای سرمایه‌گذاران برای سهام به قدری افزایش می‌یابد که قیمت آن را به بیش از قیمت واقعی سوق می‌دهند. این قیمت در واقع باید توسط شرکت اعمال نظر، تعیین و به اجرا درآید. معمولاً یک حباب به عنوان بخشی از جریان قیمت دارایی است که غیر قابل توضیح به وسیله متغیرهای متداول اقتصادی بوده و با اصول و عواملی که باعث تغییرت قیمت دارایی می‌شوند قابل تعریف نیست. بنابراین، یک حباب مالی زمانی اتفاق خواهد افتاد که قیمت یک دارایی مانند سهام، به طور ناگهانی به دلیل غیرعقلایی افزایش می‌یابد سپس سقوط می‌کند (اسدی و همکاران، ۱۳۸۵)

مک کوین و تورلی (۱۹۹۴) انواع حباب در بازارها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیقات آنها نشان داد که در بازارهای مالی چهار نوع حباب وجود دارد (فلاح شمس و زارع، ۱۳۹۲).

حباب‌های عقلایی[۲]: شرایطی است که در آن قیمت سهام بدون اینکه رفتار سرمایه‌گذاران را غیرعقلایی بنامیم از ارزش‌های بنیادین فاصله می‌گیرند.

حباب‌های ذاتی[۳]: که ناشی از عوامل بنیادین است. به طوری که با رشد و بهبود عوامل بنیادین و انتشار اخبار مربوط به آن حباب نیز رشد می‌کند. از مشخصه‌های اصلی حباب ذاتی آن است که طول دوره عمر آن بسیار طولانی‌تر از حباب عقلایی است. مشخصه دیگر حباب ذاتی عکس‌العمل تند در مقابل اخبار مرتبط با عوامل بنیادین است.

حباب ناشی از رفتار[۴]: حباب‌هایی هستند که توسط عوامل روانشناختی ایجاد می‌شوند؛ یک حالت سرمستی و شادی که افراد را در برمی‌گیرد و افکار عمومی را شکل می‌دهد. تفکر گروهی نیز به این عامل کمک می‌کند.

---

[۱] منظور از ترکیب‌زدایی این است که بتوانیم اجزاء مختلف مؤثر بر قیمت سهام را به اجزاء قیمت ذاتی و حبابی تفکیک نمائیم.

[۲] Rational Bubbles

[۳] Intrinsic Bubbles

[۴] Fad Bubbles

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

حباب‌های اطلاعاتی[۱]: اگر قیمت منعکس کننده تمام اطلاعات نباشد (عدم تجمیع اطلاعات) در این صورت قیمت‌ها از ارزش بنیادین فاصله گرفته و یک حباب اطلاعاتی ایجاد می‌شود.

بر اساس ادبیات نظری، عواملی که بر قیمت سهام تأثیرگذار هستند شامل دو دسته کلی عوامل خرد و کلان می‌باشند. عوامل کلان تأثیر زیادی بر روی قیمت سهام دارند و در واقع بیانگر خطر سیستماتیک و یا کاهش‌ناپذیر سرمایه‌گذاری هستند که باید بر نقش آنها در تغییرات قیمت سهام توجه کافی شود که شامل وضعیت سیاسی و اقتصادی جهان و کشور مورد بررسی، بودجه سالانه کشور، سیاست های کلان پولی، مالی و ارزی، تغییرات قوانین و مقررات، رویدادهای با اهمیت داخلی و بین‌المللی، قیمت های جهانی کالاهای خاص، وضعیت خاص صنعت و جهت‌گیری کلی بازار سهام به سوی افزایش یا رکود می‌باشد. عوامل خرد در واقع بیشتر مربوط به خود شرکت‌ها و وضعیت خاص آنهاست. همچنین این عوامل بیانگر خطر غیرسیستماتیک یا کاهش‌پذیری سرمایه‌گذاری است و می‌توان با اتخاذ تدابیر لازم آنها را تحت کنترل درآورد و در تصمیم‌گیری‌ها مورد استفاده قرار داد. این عوامل شامل بودجه شرکت و پیش‌بینی سود هر سهم، تحلیل روند اجرای بودجه، قیمت سهام در سال‌های گذشته، تقسیم سود سهام، طرح‌های توسعه و افزایش سرمایه، ترکیب سهامداران شرکت و معاملات عمده، ترکیب دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری شرکت، اعتبار و سابقه شرکت، بدهی‌های احتمالی، مدیریت شرکت، اطلاعات درونی و شایعات، نسبت قیمت به درآمد هر سهم و عرضه و تقاضای سهام می‌باشد. این در حالی است که ورود حباب به الگوهای بنیادی به منظور افزایش قدرت توضیح‌دهندگی آنها در تشریح نوسانات زیاد از حد قیمت، صورت گرفت؛ اما الگوهای بنیادی در مورد علل ایجاد این جزء توضیح زیادی نداشتند. به همین دلیل متخصصان مالی در چارچوب نظریه‌های مربوط به علوم رفتاری سعی در تشریح علل مربوط به شکل‌گیری این جزء نمودند (سلطانی، ۱۳۸۶).

از مهمترین نظریه‌ها در توجیه شکل‌گیری حباب در بازار سرمایه نظریه رمه‌ای[۲] است. بطور معمول ارزش یک سهم در هنگام معامله توسط برآیند رفتار شرکت‌کنندگان در بازار مشخص می‌شود و هر تغییری در رفتار توده‌ای قیمت سهام را دستخوش تغییر می‌کند.

حال اگر در بازار، اکثر سرمایه‌گذاران به اطلاع یا در تعیین قیمت از متغیرها و علائمی بهره‌برداری کنند که در الگوی بنیادی نادیده گرفته شده باشند، قیمت شکل گرفته در بازار با قیمت بنیادی متفاوت خواهد بود (همان، ۱۳۸۹).

اگر مردم به افزایش قیمت‌ها در بازار سهام فکر کنند و هر روز امید به افزایش و بالا رفتن ارزش سهام داشته باشند، حباب خود به خود شکل می‌گیرد، تا این که سرانجام با تفکر پایین آمدن و سقوط ناگهانی

---

[۱] Information Bubbles
[۲] Herding Theory

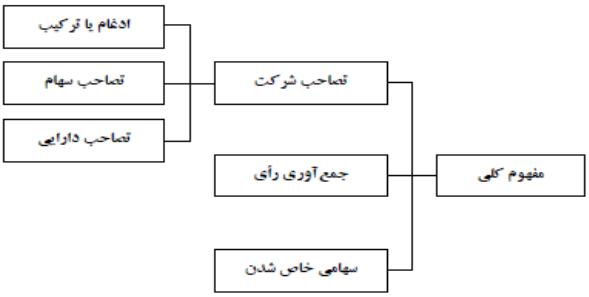
[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

قیمت سهام، این حباب محو می‌شود. به این احساس و تفکر عمومی در مورد وضعیت افزایش یا کاهش بازار در اصطلاح ذهنیت گروهی[۱] (تفکر گروهی، تفکر رمه‌وار) می‌گویند.

یکی از استراتژی‌های سطح شرکت، استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها است. این استراتژی به منظور خلق ارزش و افزایش ثروت صاحبان سهام اتخاذ می‌گردد. انگیزه‌ها و دلایل متعددی، مدیران عالی شرکت‌ها را به اتخاذ استراتژی مذکور تشویق می‌نماید که مهمترین آنها کسب هم‌افزایی است. در مدیریت استراتژیک، استراتژی به سه سطح تقسیم می‌شود. استراتژی در سطح شرکت، با انتخاب شرکت، نوع محصول- بازار و انتخاب رشته‌های فعالیت در صنایع و تخصیص منابع بین آنها، سر و کار دارد. استراتژی در سطح تجاری، ابزارهای رقابتی هستند که به واحد تجاری در یک صنعت، برتری متمایزی اعطا می‌کند. استراتژی‌های وظیفه‌ای توسط واحد تجاری، راهنمایی، هماهنگ و هدایت می‌شوند. یکی از استراتژی‌های سطح شرکت، استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها است.

امروزه رقابت جهانی به حدی افزایش یافته است که تکیه بر کارایی درونی و نکات قوت بنگاه، به تنهایی موجب دوام و رشد آن نمی‌شود. شرکت‌ها با استفاده از ابزارهای ترکیب از جنبه‌های مشترک قابل بهره‌برداری یکدیگر، استفاده می‌کنند. شرکت‌ها با هم‌افزایی گروهی در مقابل تهدیدهای محیط رقابتی، ایستادگی می‌کنند. علم اقتصاد، پویایی ابزارهای ترکیب منابع و انجام معاملات خرید و تصاحب و ادغام شرکت‌ها را مفید می‌داند. زیرا این امر، نشانگر جریان آزاد سرمایه است که به صورت کارا و با بهره‌وری بالا در سرمایه‌گذاری‌های توجیه‌پذیر تخصیص می‌یابد. یکی از استراتژی‌های سطح شرکت، استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها است. تصاحب یک مفهوم کلی است که به انتقال کنترل شرکت هدف از یک گروه از سهامداران به گروه دیگر از سهامداران گفته می‌شود (مصطفی حسین و همکاران[۲]، ۲۰۲۳).

تصاحب مشتمل بر خرید و تصاحب شرکت‌ها (ادغام، خرید سهام وخرید دارایی)، جمع‌آوری رأی برای به دست آوردن هیئت مدیره و تبدیل شرکت هدف به سهامی خاص می‌باشد.



نمودار (۱) مفهوم کلی تصاحب

[۱] Herd mentality
[۲] Mustafa Hussain and et al

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

ادغام[۱] و تصاحب/اکتساب[۲] به عنوان اتحاد و ترکیب شرکت‌ها شناخته می‌شوند و اصطلاحاتی هستند که غالباً برای به هم پیوستن دو شرکت یا دو کسب و کار به کار می‌روند.

اما این دو اصطلاح تفاوت هایی با هم دارند که باعث می شود نتوان آنها را به جای هم مورد استفاده قرار داد. ادغام زمانی روی می‌دهد که دو شرکت یا دو کسب و کار متمایز و مجزا، سرمایه های خود را در می‌آمیزند تا یک سازمان جدید مشترک ایجاد کنند. در حالی که، اکتساب مربوط به زمانی است که یکی از کسب و کارها یا شرکت‌ها مالک دیگری می‌شود و به نوعی دیگری را به تصاحب خود در می‌آورد به این ترتیب شخصیت حقوقی شرکت مذکور از بین می‌رود.

ادغام و تصاحب به عنوان یکی از مهمترین جنبه‌های تأمین مالی شرکت‌ها شناخته می‌شود که می‌تواند به دلیل زمینه‌های متفاوتی روی دهد. شرکت ها برای ادغام با یک شرکت دیگر یا تصاحب/تحصیل یک شرکت دیگر دلایل مختلفی دارند من جمله :

۱) افزایش بهره‌وری و کارایی؛ ۲) رشد زود هنگام و کسب قدرت در بازار؛ ۳) حذف و کاهش رقبا؛ ۴) شناسایی بهتر در عرصه‌های بین‌المللی و فرامرزی و بهبود توان رقابت با شرکت‌های جهانی؛ ۵) همکاری و هم‌افزایی؛۶) کاهش ریسک ورشکستگی و یا حذف از بازار رقابت.

یکی از بخش های اصلی و اساسی مدیریت مالی، مقوله سرمایه گذاری است. با توجه به اینکه سرمایه گذار برای اخذ بهترین تصمیم نیازمند اطلاعات صحیح می‌باشد، لذا اطلاعات غلط می‌تواند منجر به زیان سرمایه‌گذار گردد. از مواردی که بر کل بازار و افراد درگیر و فعالان بازار اثرگذار بوده و اغلب موجب زیان بسیاری از سرمایه گذاران بخصوص سرمایه گذاران حقیقی می گردد، سوءاستفاده های برخی از افراد برای تغییر قیمت.هاست، که ما در تحقیق حاضر بخش حبابی بودن قیمت را مورد بررسی قرار می‌دهیم. از جمله مولفه‌های موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در فرآیند سرمایه‌گذاری روی دارایی‌های مالی، قیمت سهام می‌باشد که گاهی اوقات با قیمت حبابی روبرو می‌شود، که در این تحقیق آن را به عنوان مساله فراروی سرمایه‌گذاران تلقی نموده و سعی می گردد مدلی برای شناسایی احتمال حبابی بودن قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طراحی شود. یکی از استراتژی‌ها که در بازار سرمایه ایران، در طول دوره‌های اخیر به جهت برنامه خصوصی‌سازی صنایع دولتی و به تبع آن بزرگ شدن شرکت‌های سرمایه گذاری روبه افزایش است، استراتژی تصاحب می باشد. که این استراتژی، از جمله استراتژی های شرکت‌ها جهت افزایش موقعیت رقابتی خود، در راستای حداکثر کردن ثروت سهامداران است. در بازارهایی که اطلاعات عملکرد شرکت‌ها در دسترس نمی‌باشد یا به صورت تدریجی در اختیار مشارکت‌کنندگان بازار قرار می‌گیرد، سرمایه‌گذاران در انتخاب بهترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه خواهند شد و در نهایت فرآیند تجهیز و تخصیص بهینه منابع را از مسیر اصلی خود منحرف می‌کند (قالیباف اصل و ناطقی،

---

[۱] Merger
[۲] Acquisition

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

۱۳۸۵). همچنین بازاری که از ناکارایی رنج می‌برد، احتمال وقوع حباب در سطح قیمت‌ها وجود دارد زیرا علت اصلی پیدایش حباب قیمت و فاصله یافتن قیمت ذاتی از قیمت بازاری، عدم اطلاعات کامل است. در بازاری که قیمت سهام شرکت‌ها کارا باشد هم تخصیص سرمایه به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود و هم قیمت سهام به درستی و عادلانه تعیین می‌شود. در بازار ناکارا، احتمال وقوع حباب در سطح قیمت‌ها وجود دارد، زیرا عدم شفافیت کامل اطلاعاتی عامل اصلی پیدایش حباب قیمت و فاصله یافتن قیمت بازاری از قیمت ذاتی است.

شاخص بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ با وجود نوسانات زیاد از رشد ۸۶ درصدی برخوردار بوده است. هر چند نوسانات قیمت جزء ذات بازار است، اما گاهی این نوسانات از شکل عادی خود خارج شده و جای خود را به صعودهای افسارگسیخته (حباب) و سقوط‌های ناگهانی (بحران) می‌دهند و ضربات جبران‌ناپذیری را به بورس وارد می‌کنند. کارشناسان بازار سرمایه در مورد علل رشد چشمگیر قیمت سهام و شاخص بازار نظرات مختلفی را بیان کرده‌اند. عده‌ای معتقدند که افزایش قیمت جهانی محصولات و سودآوری و چشم‌انداز مناسب شرکت‌ها عامل اصلی رشد شاخص بوده است. عده‌ای دیگر نیز معتقدند رکود در بازارهای جایگزین و سرازیر شدن نقدینگی دارندگان پس‌انداز به سمت بورس موجب حبابی شدن قیمت سهام شده است. در سال‌های اخیر علی‌رغم استفاده روزافزون از استراتژی تصاحب و ادغام شرکت ها، اتفاق آرا درخصوص اثرات استراتژی مذکور برشرکت‌های خریدار و هدف وجود ندارد.

تحقیقات انجام شده، نتایج متفاوتی را به دست آورده‌اند و اغلب آنها بیانگر شکست، در دستیابی به اهداف تصاحب و ادغام است.

در ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی دو رویکرد کلی وجود دارد. رویکرد نیازهای استفاده کنندگان و رویکرد حمایت از سرمایه‌گذاران و سهامداران. در رویکرد نیازهای استفاده‌کنندگان کیفیت گزارشگری مالی بر مبانی سودمندی اطلاعات مالی (مربوط بودن و قابل اتکا بودن) تعیین و تعریف می‌شود. اما در رویکرد حمایت از سرمایه گذاران و سهامداران کیفیت گزارشگری مالی بطور عمده بر حسب افشای کامل و منصفانه برای سهامداران تعریف می‌شود. در این زمینه کیفیت گزارشگری مالی عبارت است از اطلاعات مالی کامل و شفاف که مانع گمراهی با ایجاد ابهام برای استفاده‌کنندگان می‌شود (رحمانی، ۱۳۸۱).

واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات به صورت مستقیم در تعدیلات قیمت سهام منعکس می‌گردد. تعدیل قیمت، فرآیند انعکاس اطلاعات در قیمت سهام است. فرآیندی که موجب می‌شود قیمت معاملاتی سهام به ارزش واقعی آن نزدیک و در نهایت با آن مساوی گردد (آمیهود. ۱۹۸۷).

منظور از سرعت تعدیل قیمت سهام مدت زمانی است که طول می‌کشد تا اطلاعات در قیمت سهام منعکس گردیده و قیمت معاملاتی سهام به ارزش واقعی خود برسد. قیمت‌های بازار سهام در حقیقت، راهنما برای جریان یافتن وجوه به داخل شرکت‌ها است به این صورت که وجوه بیشتر، به سمت شرکت هایی که سوددهی بیشتر و ریسک کمتری دارند، جریان می‌یابد (نظریه کارایی تخصیصی). لازمه این کار این است که قیمت‌ها ارزش ذاتی سهم را منعکس کنند؛ بنابراین کارایی قیمت‌گذاری یعنی برابری قیمت

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

سهام با ارزش ذاتی آن شرط لازم برای کارایی تخصیصی به شمار می‌آید. تساوی بین قیمت سهام و ارزش ذاتی آن نیز هنگامی به میان می‌آیند که کارایی اطلاعاتی وجود داشته باشد.

کریستودولو و همکاران (۲۰۱۸)، عملکرد پس از تصاحب (۵۰) شرکت پذیرفته شده در بورس یونان را مورد بررسی قرار دادند. معیارهای بررسی عملکرد در پژوهش مذکور نسبت‌های حسابداری از قبیل سودآوری؛ نقد شوندگی و بدهی بوده است. نتایج بیانگر این است که نرخ بازدهی دارایی‌ها و سایر نسبت های سودآوری پس از تصاحب کاهش یافته و از نظر آماری معنادار بوده است. نسبت های نقدشوندگی و بدهی نیزکاهش قابل ملاحظه‌ای نداشته است.

گیوگلر و همکاران (۲۰۱۷) اثرات تصاحب و ادغام شرکت‌ها در پانزده سال گذشته جهان را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. در پژوهش مذکور نتایج با توجه به شاخص قدرت بازار (رشد فروش) بیانگر شکست تصاحب و ادغام بوده ولی با توجه به شاخص سودآوری، موفقیت‌آمیز بوده است.

گوش، عملکرد مالی شرکت‌های ادغام شده در سال های ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۵ آمریکا را مورد بررسی قرارداد. او در پی آزمون وضعیت جریان نقدی عملیاتی، اجزای تشکیل دهنده آن در قبل و پس از تصاحب را مورد آزمون قرارداده است. بر اساس نتایج این پژوهش، نشانه ای دال بر بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از انجام معامله در شرکت‌های خریدار به دست نیامده است.

لیانگ و ژیانگ (۲۰۱۶) تصاحب و ادغام شرکت های پذیرفته شده بورس چین در سال ۲۰۱۲ را مورد بررسی قرار دادند. این پژوهش براساس شاخص ارزش افزوده اقتصادی عملکرد قبل و پس از تصاحب و ادغام شرکت های چینی را بررسی کرده است. در این پژوهش ارزش افزوده اقتصادی سه سال قبل از تصاحب و ادغام و چهار سال پس از تصاحب وادغام بررسی شده و بر اساس عملکرد کوتاه مدت و بلند مدت ارزش افزوده اقتصادی نتایج پژوهش ارائه شده است. نتایج مذکور نشان می‌دهد که عملکرد کوتاه مدت شرکت‌های تصاحب و ادغام شده چینی بهبود یافته است و از نظر آماری معنادار بوده است ولی در بلند مدت بهبود عملکرد قابل توجه و معنادار نبوده است.

بن عمار و میسیونرپیرا (۲۰۱۵) با استفاده از (۵۰) شرکت سوئیسی که بین سال های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۳ مورد تحصیل دوستانه بوده‌اند به آزمون این فرضیه پرداخته که شرکت های هدف در سال های قبل از شروع معامله، سود خود را در جهت کاهش آن مدیریت می‌کنند. در این مطالعه، اقلام تعهدی اختیاری به عنوان معیاری برای سنجش مدیریت سود مورد استفاده قرارگرفته و از تحلیل رگرسیون مقطعی برای آمون فرضیه مدیریت سود استفاده شده است. بنا بر یافته های این پژوهش، مدیران شرکت های مورد هدف تحصیل دوستانه در سوئیس، سود خود را در سال قبل از معامله در جهت کاهش آن مدیریت می‌کنند.

سورنت (۲۰۱۳)، در تحقیقات هفت ساله‌اش تحت عنوان «سقوط‌های بحرانی بازار»، بحران‌های بازار سهام را به عنوان یکی از رویدادهای مهم و منبع همیشگی استرس و اضطراب برای سرمایه‌گذاران و معامله گران معرفی کرده و علت ریزش و فرو ریختگی وحشتناک قیمت‌ها را در تقلید بین تجار و سرمایه‌گذاران می‌داند.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

گیلچریست و هیملبرگ و هوبرمن (۲۰۱۰)، در تحقیق خود با عنوان اینکه «آیا حباب‌های قیمتی سهام متاثر از شرکت‌های سرمایه‌گذاری است یا نه؟» اعتقادات و رفتار سرمایه‌گذار و فروش استقراضی را از جمله عوامل منتهی به حباب‌های بازار سهام می‌دانند.

شیلر (۱۹۹۰)، اولین تحقیق در مورد حباب قیمت‌ها در بازار سهام، توسط شیلر با مقاله‌ای با عنوان «آیا تغییرات قیمت سهام تابعی از ارزش‌های جریان سود نقدی زمان حال و آینده است یا خیر؟» انجام شد. شیلر در این مقاله با استفاده از داده‌های سالانه ۱۹۷۶-۱۸۷۱ و بهره‌گیری از آزمون کران واریانس به این نتیجه رسید که تغییرات قیمت‌ها، بوسیله تغییر در ارزش حال جریان سود نقدی قابل توضیح نیست.

گاربر (۱۹۹۰)، در مقاله‌ای با عنوان «اولین حباب‌های مشهور»، به بررسی مشهورترین حباب‌های قیمتی پرداخت.

بلانچارد (۱۹۸۲)، با بررسی نظر اقتصاددانان و فعالان بازار، مبنی بر اینکه عناصر اساسی تنها در تعیین بخشی از قیمت دارایی‌ها موثر هستند و رویدادهای نامربوط ممکن است در قیمت اثر بگذارند حباب را توضیح می‌دهد.

مویلر (۱۹۸۵) تأثیر تصاحب و ادغام شرکت‌ها بر سهم بازار را مورد بررسی قرار داده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در دهه‌های شصت و هفتاد سهم بازار و نرخ رشد شرکت‌های هدف افزایش نیافته است. در برخی از شرکت‌های مورد بررسی کاهش قابل توجهی در سهم بازار محصولات مشاهده شده است. به طور خلاصه یافته‌های تحقیق، فرضیه افزایش سهم بازار شرکت‌های تصاحب شده را رد می‌کند. به عبارت دیگر، سهم بازار شرکت‌های هدف روند کاهشی نداشته است ولی قطعاً افزایشی نبوده است. در این مطالعه، از شاخص فروش (سهم بازار) به عنوان یکی از شاخص های موفقیت (شکست) استفاده شده است.

عارفی عملکرد تصاحب شرکت‌ها در ایران را با استفاده از شاخص‌های حسابداری از قبیل نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام؛ نرخ بازدهی دارایی‌ها؛ جریان نقدی عملیاتی و نرخ رشد فروش مورد بررسی قرارداده است. نتایج پژوهش بیانگر این است که مدیران شرکت های خریدار توانایی بهبود عملکرد و خلق ارزش برای صاحبان سهام شرکت نداشته‌اند و شاخص های مورد بررسی پس تصاحب در شرکت تصاحب شده روند کاهشی داشته است. همچنین اغلب معاملات تصاحب شرکت در ایران با شکست مواجه شده و منجر به انتقال ثروت به سهامداران قبلی شرکت تصاحب شده از سهامداران شرکت خریدار شده است.

نصراللهی (۱۳۷۷)، ضمن تشریح مبانی نظری و روش‌های سنجش حباب‌های سوداگرانه در بازارهای مالی، روش‌های کاربردی آزمون‌ها در تحقیقات تجربی انجام شده را مورد تحلیل قرار داده است و چنین نتیجه‌گیری کرده که رشد بسیار سریع شاخص بورس سهام تهران در سال ۱۳۷۴ و سه ماهه اول سال ۱۳۷۵ و کاهش این شاخص در پاییز و زمستان آن سال، تصویر وجود نوعی افزایش کاذب قیمت‌ها را بین برخی خریداران و بسیاری از اهل فن رایج کرده است. در چارچوب نظری، افزایش کاذب قیمت پدیده‌ای نیست مگر یک حباب قیمتی که باید بخش دوم قیمت یک دارایی، تلقی شود.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

کیانی و میرشمسی (۱۳۷۸)، مساله حباب عقلایی را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده و به این نتیجه رسیدند که فرضیه وجود حباب‌های عقلایی را نمی‌توان در سهام بورس تهران رد کرد. آنها وضعیت بورس و اوراق بهادار تهران را برای (۱۷) شرکت در دوره زمانی ۱۳۶۶ تا ۱۳۷۶ با استفاده از داده‌های ماهانه و با استفاده از آزمون پایایی نسبت قیمت به سود و نیز آزمون هم‌جمعی، قیمت و سود هر سهم از شرکت‌های مورد نظر را بررسی کرده و دلایلی را ارائه می‌کنند که براساس آنها وجود حباب عقلایی در قیمت حداقل (۱۵) شرکت از (۱۷) شرکت انتخاب شده را نمی‌توان رد کرد.

معدلت (۱۳۸۱)، در یک پژوهش اقتصادی به بررسی وجود حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۰ الی ۱۳۸۰ پرداخته است. طبق نتیجه‌گیری معدلت، فاصله ایجاد شده میان ارقام واقعی و برآوردی، نشان‌دهنده حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران است.

گداری (۱۳۸۵)، به بررسی حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۴ پرداخته و موضوع حباب‌های عقلایی را مورد مطالعه قرار داده است. در این تحقیق به منظور تشخیص وجود حباب قیمتی از آزمون پایایی نسبت قیمت به سود سهم استفاده شده است و با تائید فرضیه‌هایش وجود حباب قیمتی در سهام بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته می‌شود.

زاهدی (۱۳۸۶)، به بررسی آزمون‌های حباب قیمتی و کاربست دو آزمون در بورس تهران پرداخته است و نتایج تحقیق به این صورت خلاصه می‌شود که علاوه بر تایید وجود حباب در بورس تهران، یکسان نبودن اطلاعات افراد، مانع از ایجاد حباب قیمتی نمی‌شود و تنها هنگامی که تعداد قابل توجهی سرمایه‌گذار با عمر بی نهایت وجود داشته باشد، حباب قیمتی از بین می‌رود. با ایجاد شدن حباب قیمتی، زمینه افزایش عرضه آن بوجود می‌آید و از لحاظ تعادل عمومی، وجود حباب در یک بازار باعث رکود بازارهای دیگر می‌شود.

سلطانی (۱۳۸۶)، به بررسی حباب‌های قیمتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۴-۱۳۷۰، برای (۷۰) شرکت فعال در بورس پرداخته است. وی برای کشف حباب در قیمت سهام این شرکت‌ها از روش همجمعی استفاده کرده است. به عبارتی وی با بررسی همجمعی بین قیمت واقعی سهام هر شرکت (واقعی به سال پایه ۱۳۷۰) و سود سهام واقعی برای هر سهم (DPS) و با استفاده از آزمون همجمعی یوهانسن به کشف حباب در قیمت سهام این شرکت‌ها پرداخته است. نتیجه حاصل نشان داد که در سطح ۹۵ درصد، ۵۵ درصد شرکت‌های مورد بررسی دارای حباب در قیمت سهام خود هستند.

واعظ و ترکی (۱۳۸۷)، در مقاله ای با عنوان حباب قیمت و بازار سرمایه در ایران با استفاده از تکنیک RALS و کاربرد روش شبیه‌سازی مونت کارلو، به بررسی وجود یا نبود حباب قیمتی در بازار سهام ایران پرداخته است و یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که قیمت سهام از مسیر تعادلی بلند مدت (ارزش حال سودهای آتی مورد انتظار) منحرف شده، بنابراین در بازار سرمایه ایران وجود حباب قیمت به اثبات می‌رسد.

وکیلی فرد و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه میزان سهام شناور آزاد با ایجاد حباب قیمتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها در این تحقیق به بررسی ارتباط بین میزان

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

سهام شناور آزاد و بروز حباب قیمتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها در تحقیق خود بیان کردند که سهام شناور آزاد درصدی از سرمایه یک شرکت است که برای معامله در بازار سهام در دسترس سرمایه‌گذاران بوده و بدون هیچگونه محدودیتی قابل معامله است. نتایج حاصل از آزمون فرضیات تحقیق در دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۵ نشان می‌دهد که بین میزان سهام شناور آزاد شرکت‌ها و بروز حباب قیمتی ارتباط معناداری وجود دارد و شرکت‌هایی که دارای میزان سهام شناور آزاد کمتر از ۲۰ درصد هستند در مقایسه با سایر شرکت‌ها بیشتر در معرض حباب قیمتی قرار می‌گیرند.

رودپشتی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمت بورس اوراق بهادار تهران و زیربخش‌های آن با استفاده از آزمون نسبت واریانس و آزمون پایایی قیمت- سود پرداختند. هدف اصلی تحقیق حاضر بررسی کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمتی بورس اوراق بهادار تهران و زیربخش های آن (شاخص ۵۰ شرکت برتر، ۳۰ شرکت بزرگ، سهام شناور آزاد و شرکت های اصل ۴۴ قانون اساسی) در سال ۱۳۸۹ است. در این مقاله، برای بررسی کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمت به ترتیب از آزمون‌های نسبت واریانس پایایی قیمت سود استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران و زیربخش‌های مذکور در سال ۱۳۸۹ نه تنها در سطح ضعیف کارا نبوده بلکه حبابی نیز بوده است. نتایج تحقیق همچنین نشانگر رابطه مستقیم بین عدم کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمت در سال ۱۳۸۹ است.

عباسی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی نقش حباب قیمتی در ایجاد نوسانات در بورس اوراق بهادار تهران (شرکت‌های منتخب صنایع پتروشیمی و خودرو) پرداختند. در این تحقیق وجود حباب طی دوره شش ساله ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ با استفاده از آزمون مانایی نسبت قیمت به سود (P/E) برای شرکت‌های منتخب صنایع خودرو و پتروشیمی بررسی شده است. برای انجام آزمون نسبت قیمت به سود (P/E) آخرین روز معاملاتی هر شرکت در پایان هر ماه از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است که در نتیجه برای هر شرکت آزمون ADF (دیکی- فولر تعمیم یافته) بر روی P/E انجام شده است و برای هر شرکت یک آماره t-statistic محاسبه شده است. نتایج آزمون حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۹ درصد ۶۳ درصد و در سطح اطمینان ۹۵ و ۹۰ درصد، ۵۰ درصد شرکت‌های مورد بررسی دارای حباب در قیمت هستند.

۳. روش شناسی تحقیق

روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی بوده و داده‌های مورد نیاز شامل شاخص‌های قیمت و نیز شاخص های قیمتی سهام شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران و صنایع مختلف از بانک‌های اطلاعاتی شرکت مدیریت فناوری بورس تهران به صورت میدانی گردآوری شده است. این تحقیق از نقطه نظر هدف، کاربردی و از نقطه نظر روش، تحقیق از نوع همبستگی است. در این تحقیق دو نوع متغیر در نظر گرفته شده است که شامل متغیرهای مستقل و وابسته می‌باشد.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

متغیر وابسته عبارت است از قیمت سهم قبل و بعد از اتخاذ استراتژی تصاحب که با استفاده از اطلاعات موجود در نرم‌افزارهای سازمان بورس اوراق بهادار قابل استخراج است. با استفاده از تفاضل لگاریتم متغیر قیمت سهم بازدهی آن محاسبه شده است. معیار تصاحب در این مطالعه به صورت یک متغیر مجازی یا دامی در نظر گرفته شده است. به طوری که سال بعد از واگذاری شرکت به عنوان تصاحب عدد (۱) و برای سال قبل از آن عدد (۰) در نظر گرفته است.

متغیر مستقل عبارت است از متغیر تصاحب که با استفاده از اطلاعات موجود در کدال قابل تشخیص است. این متغیر بر اساس یک متغیر دامی به صورت صفر و یک بوده است. به طوری که بعد از واگذاری و تصاحب عدد (۱) و قبل از آن عدد (۰) اختیار کرده است.

برای این منظور پس از جمع‌آوری اطلاعات، بازده قیمت روزانه سهام در دوران قبل و بعد از تصاحب هر شرکت محاسبه شد و با میانگین بازدهی‌های روزانه هر شرکت مقایسه شده است.

بازدهی هر شرکت که کمتر از میانگین شد، علامت منفی و بازدهی هر روز که بزرگتر از میانگین شد، علامت مثبت دریافت کرد. با توجه به اینکه تغییر علامت به معنی آغاز دوهای جدید بود، تعداد دوها در دوره مورد بررسی شمارش شد. یک دوها شامل یک یا چند علامت مثبت یا منفی است. به عبارت دیگر زمانی که علامت تغییر می‌کند یک دوهای جدید شروع شده است. برای مثال رشته (+++) یک دوها محسوب می‌شود، در حالی که (+ – +) سه دوها خواهد بود. تعداد کل مثبت‌ها و منفی‌ها شمارش می‌شود. تعداد دوهای مورد انتظار و انحراف معیار دوها از طریق فرمول‌های مربوطه بدست می‌آید (گجراتی، ۱۳۸۳).

داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه های تحقیق از طریق مراجعه به بورس اوراق بهادار تهران و استفاده از اطلاعات معاملات انجام شده در طی دوره پژوهش و با جمع‌آوری اطلاعات دقیق تغییر مالکیت عمده و تغییر مدیریت اداره کننده از طریق گزارش مجامع شرکت‌ها برای دوره زمانی ۱۴۰۱-۱۳۹۲ استفاده شده است (روش میدانی). بر این اساس شرکت‌ها به گونه‌ای انتخاب می‌شوند که در طی سال مورد نظر، تعداد مجامع عادی بطور فوق‌العاده که موضوع آن انتخاب اعضای هیئت مدیره است، شمرده می‌شود و در صورت وجود این نوع مجامع، اطلاعات و متغیرهای مورد بررسی طی یک سال قبل و بعد از تاریخ آن مجمع با موضوع تعیین اعضای هیئت مدیره بررسی می‌گردد و در صورتی که شرکتی این اطلاعات را طی دوره مورد بررسی نداشته باشد حذف می‌شود.

۴. برآورد مدل تجربی تحقیق

در این پژوهش برای آزمون فرضیات به کمک نرم‌افزار Eviews روش های متفاوتی از جمله آزمون های Run Test ، Sign Test ، Unit Root Test ، Cointegration Test و ... به کار گرفته شده است. فرضیه‌های پژوهشی ما به صورت زیر است:

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

۱. بین افزایش قیمت سهام وانجام تصاحب در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس رابطه معناداری وجود دارد.

۲. بین حبابی بودن قیمت سهام و انجام تصاحب در شرکت های پذیرفته شده در بورس رابطه معناداری وجود دارد.

الگوی رفتاری حباب قیمتی در شرکت‌های واگذار شده در بورس

محققی به نام هالی (۱۹۹۳)، با بررسی روند شرکت‌هایی که در قیمت آنها دستکاری شده و قیمت واقعی برای این شرکت‌ها وجود ندارد و قیمت سهام آنها دارای حباب می‌باشد در طی سال‌های ۱۹۲۷ تا ۱۹۹۲ در بورس‌های نیویورک و لندن، دریافت که الگوی رفتاری حباب قیمت در بیشتر موارد مشابه است. بر اساس نظر وی، حباب قیمتی یک سهم در بورس اوراق بهادار را می‌توان به چهار مرحله تقسیم کرد:

۱. مرحله تشکیل ائتلاف بین دستکاری کنندگان قیمت سهام و تبانی آنان برای ایجاد تقاضای کاذب در بازار؛

۲. افزایش شدید سهم بدلیل افزایش تقاضا نسبت به عرضه سهم در بازار؛

۳. خروج دستکاری کنندگان از بازار سهم با فروش یک جای سهام مورد نظر به متقاضیان؛

۴. کاهش شدید تقاضا و حجم معاملات مورد نظر و در نتیجه سقوط قیمت سهم به پایین‌تر از قیمت قبل از دستکاری.

خرید و تصاحب شرکت ها می تواند به عنوان فرصت معاملاتی تلقی گردد و خریدار به وسیله آن از کاهش سهم بازار جلوگیری کرده و مانع ورود رقیب جدید می گردد. بررسی بازار سرمایه و تشخیص به موقع خرید و فروش یک سهم همیشه مشکلاتی را برای سهامداران به خصوص سهامداران جزء، به جهت عدم توانایی بررسی علمی بازار و انجام اقدامات نسنجیده که موجبات ناراحتی و ریسک بازار سرمایه را فراهم می کند در برداشته است. با مشاهده روند قیمت سهام شرکت‌هایی که احتمال وجود حباب در قیمت آنها در بورس اوراق بهادار تهران وجود داشته است، متوجه خواهیم شد که الگوی حباب قیمتی شرکت‌ها در بورس تهران هم مشابه بورس‌های دیگر است. آزمون فرضیه مبنی بر وجود حباب قیمت در شرکت‌های واگذار شده در بورس اوراق بهادار بازار بورس تهران در دوران قبل و بعد از تصاحب ابتدا از آزمون تسلسل، چولگی و کشیدگی و ریشه واحد استفاده می‌شود به طوری که اگر متغیر دارای ریشه واحد باشد یعنی متغیر مورد نظر دارای فرآیند گام تصادفی است و دستکاری در قیمت و حباب قیمتی در سهام شرکت صورت نگرفته است.

آزمون تسلسل

در این آزمون سری زمانی قیمت روزانه سهام شرکت‌های بورس از تعداد سلسله‌های مورد انتظار برای یک متغیر تصادفی به طور معنی‌داری کمتر است. در واقع این آزمون نشان‌دهنده وجود خود همبستگی در سری زمانی می‌باشد. اگر تغییرات در قیمت روزانه سهام، با همدیگر همبستگی داشته باشند، یعنی حالتی

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

که حباب قیمتی در سهام شرکت‌های بورس وجود دارد، می‌توان انتظار داشت سلسله‌هایی طولانی‌تر و به همین دلیل با تعداد کمتر نسبت به مشاهدات مستقل وجود داشته باشد. در این تحقیق برای انجام آزمون تسلسل ابتدا میانگین سری زمانی قیمت روزانه سهام شرکت‌ها محاسبه و سپس قیمت‌های هر هفته با میانگین بدست آمده مقایسه گردید. بازدهی هر هفته که کمتر از میانگین باشد علامت منفی و بازدهی هر هفته که بزرگتر از میانگین باشد علامت مثبت دریافت می‌کند. به این ترتیب برای بازدهی هفتگی شرکت‌ها یکسری علامت + و – به وجود می‌آید. سپس تعداد کل سلسله‌های تشکیل شده شمرده می‌شود. حال تعداد کل مثبت‌ها و منفی‌ها نیز در سری زمانی مورد بررسی شمارش می‌شود.

در این آزمون چنانچه سلسله‌های بازدهی مثبت و منفی بیشتر از سلسله‌های مورد انتظار باشد، نشان دهنده وجود یک الگوی غیر تصادفی در روند قیمت سهام و در نتیجه بروز حباب قیمتی خواهد بود. در این حالت به بازده‌های روزانه کمتر از میانگین علامت منفی و بازده‌های بالاتر از میانگین علامت مثبت داده می‌شود. در این صورت زمانی که علامت خود همبستگی بین باقیمانده‌های سری زمانی تغییر می‌کند یک سلسله جدید تشکیل می‌شود. تعداد کل موارد مثبت و منفی ایجاد شده در سری مورد شمارش قرار می‌گیرد و بعد از این مرحله تعداد سلسله مورد انتظار و انحراف معیار آنها از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

تعداد سلسله‌ها $$E(R) = \frac{۲(n_۱)(n_۲)}{n_۱+n_۲} + ۱$$

انحراف معیار سلسله $$\delta = \sqrt{\frac{۲n_۱n_۲[۲(n_۱n_۲)-n_۱-n_۲]}{(n_۱+n_۲)^۲(n_۱+n_۲-۱)}}$$

در جدول زیر نتایج آزمون تسلسل برای شرکت‌های واگذار شده در بورس و یک مطالعه موردی آورده شده است.

جدول (۱) نمونه آزمون تسلسل

	میانگین قیمت ماهیانه	قیمت روزانه سهام
میانگین بازدهی قیمت	-۰,۴۰۲	-۰,۲۶۸
میانگین بازدهی> کل موارد	۲۹	۱۴۱
میانگین بازدهی< کل موارد	۱۰۱	۲۱۲
تعداد سلسله‌ها	۲۴	۱۲۸
آماره Z	-۴,۳۹	-۵,۱۵

بر اساس نتایج جدول فوق مشاهده می‌شود که هم بازدهی‌های ماهیانه و هم بازدهی‌های روزانه مقدار آماره Z از فاصله اطمینان بزرگتر بوده و فرض صفر مبنی بر عدم وجود حباب قیمتی در سهام رد شده و فرض خلف مبنی بر وجود حباب قیمتی در سهام پذیرفته می‌شود. بنابراین استراتژی تصاحب که در بازار سرمایه ایران، در طول دوره‌های اخیر به جهت برنامه خصوصی‌سازی صنایع دولتی و به تبع آن بزرگ شدن شرکت‌های سرمایه‌گذاری شکل گرفته است، از جمله استراتژی‌های شرکت‌ها جهت افزایش موقعیت

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

رقابتی خود، در راستای حداکثر کردن ثروت سهامداران بوده است که آزمون فوق تائید کننده این موضوع می‌باشد. در این صورت با توجه به اینکه بخشی از مالکیت شرکت دراختیار سهامداران حقیقی قرار می گیرد و با توجه به تغییر در ترکیب سهامداران در شرکت‌های تصاحب شده بررسی روند حرکت قیمت سهام و حبابی بودن این قیمت درطول دوره قبل و بعد از تصاحب بوده است.

آزمون وابستگی دیرش

فرضیه صفر نشان‌دهنده عدم وجود حباب در قیمت و بازدهی سهام شرکت‌های بازار سهام بورس تهران می‌باشد به طوری که احتمال افزایش‌های قیمت روزانه غیر عادی مثبت و منفی بدون توجه به روند پیشین آنها یکسان است. به طوری که β در تابع زیان بازدهی غیرعادی مثبت و منفی برابر یک می‌باشد.

در آزمون دیرش وجود سلسله‌های طویل بازدهی‌های غیر عادی مثبت و منفی نشانه وجود حباب قیمتی در سهام شرکت‌ها در بازار می‌باشد. به عبارت دیگر در زمان دستکاری در قیمت روزانه سهام و ایجاد حباب احتمال اینکه افزایش قیمت‌ها غیر عادی مثبت و منفی با افزایش طول دوره پایان پذیرد کم می‌شود. تابع ذکر شده به صورت زیر می‌باشد.

$$h(t_i) = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha+\beta\, Lni)}}, \quad \beta > 0$$

در هنگام برازش مدل برای سلسله های منفی مقدار تابع فوق را برابر یک و برای سلسله های مثبت مقدار آن را صفر در نظر می‌گیریم. در این آزمون اگر β منفی شود نشان‌دهنده احتمال بروز حباب در قیمت سهام خواهد بود.

بدین منظور در قسمت های بعد بهترین معادله برای قیمت روزانه سهام برازش شده که نتایج آن آمده است و سپس پسماند این مدل را استخراج و آزمون ریشه واحد را بر روی آن انجام می‌دهیم. به طوری که نتایج آن در جدول زیر آمده است.

جدول (۲) نتایج آزمون خود همبستگی و ریشه واحد

	آزمون خود همبستگی	آزمون ریشه واحد
قیمت روزانه سهام قبل از تصاحب	احتمال	آماره دیکی فولر افزوده
	۰,۰۳	-۲,۴۹

بنابراین بر اساس آماره‌ای بحرانی در سطح ۵٪ مشاهده می شود که فرض صفر مبنی بر عدم خود همبستگی در معادله فوق بر اساس مدل برازش شده رد شده همچنین فرض صفر مبنی بر وجود ریشه واحد رد نشد و به عبارت دیگر پسماند معادله برازش شده دیگر دارای ریشه واحد می باشد. این آزمون‌ها برای معادله قیمت روزانه سهام در دوران بعد از واگذاری شرکت و تغییر در مالکیت به صورت زیر می‌باشد:

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

جدول (۳) نتایج آزمون خود همبستگی و ریشه واحد

	آزمون خود همبستگی		آزمون ریشه واحد
قیمت روزانه سهام بعد از تصاحب	احتمال		آماره دیکی فولر افزوده
	۰,۴۹		-۶,۱۷

نتیجه جدول فوق نشان‌دهنده عدم وجود خود همبستگی و عدم وجود ریشه واحد در پسماند مدل می باشد که بیانگر تغییرات غیر عادی در قیمت روزانه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوران قبل و بعد از تصاحب می‌باشد. در این قسمت پس از برازش مدل، پسماند مدل به عنوان قیمت روزانه سهام غیر عادی برای سهام شرکت‌های بورس محاسبه شده و افزایش‌های غیر عادی در قیمت روزانه سهام شرکت‌ها به دست آمده را به صورت سلسله‌های مثبت و منفی مشخص و از هم جدا می شود. سپس معادله تابع زیان فوق را با استفاده از مقادیر سلسله‌های مثبت و منفی و دیرش سلسله‌ها تخمین زده و پارامترهای آن بدست می‌آید. جدول زیر نمونه خروجی تابع زیان (α, β) را نشان می‌دهد.

جدول (٤) نتایج حاصل از آزمون وابستگی دیرش

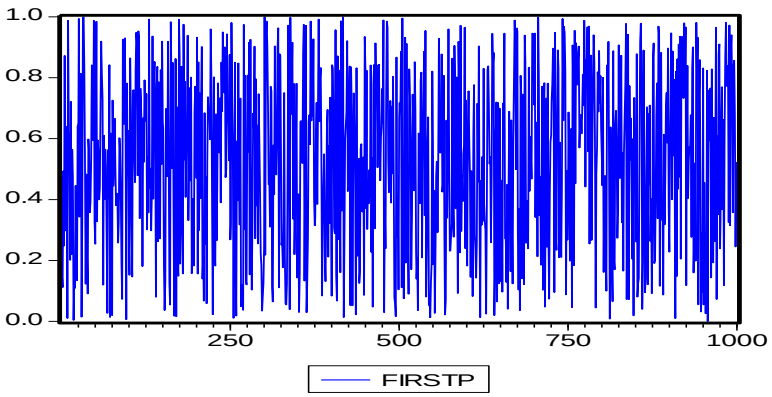
منفی		مثبت		
نرخ تابع زیان	تعداد سلسله	نرخ تابع زیان	تعداد سلسله	طول سلسله
۰,۳۱	۵	۰,۳۱	۵	۱
۰,۶۱	۸	۰,۵۶	۸	۲
۰,۳۲	۳	۰,۳۳	۴	۳
۰,۳۹	۲	۰,۴۰	۲	۴
۰,۴۵	۱	۰,۴۵	۱	۵
۰,۲۸	۱	۰,۲۸	۱	۶
۰	۰	۰	۰	۷
				Log logistic test
-۰,۷۰ (۰,۰۳۰)		-۰,۶۶ (۰,۰۱۸)		α
۰,۷۲ (۰,۰۰۰)		۰,۵۰ (۰,۰۱۰)		β

در نهایت در آزمون همبستگی دیرش، به منظور آزمون معنی‌داری ضرایب برازش شده از آزمون والد استفاده شده در این آزمون فرض صفر $\beta = ۱$ مورد بررسی قرار می‌گیرد که نشان‌دهنده این می‌باشد که حباب قیمتی در سهام رخ نداده و در صورتی که این فرض رد شود نشان‌دهنده وجود حباب در قیمت سهام در شرکت‌های بورس می‌باشد. این آزمون بر روی سلسله قیمت‌های روزانه تمامی شرکت‌ها انجام گردیده است و مشخص شد که در نیمی بیشتر از شرکت‌ها حباب قیمتی وجود دارد.

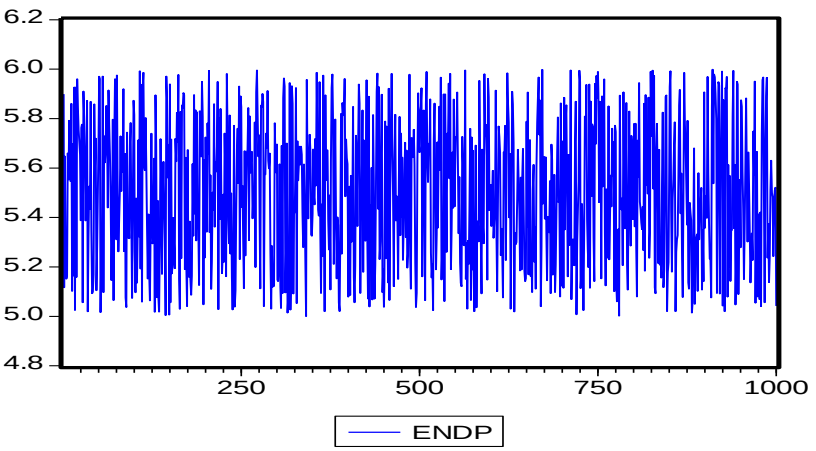
آزمون تصادفی بودن متغیرها (Run Test)

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

با استفاده از نمودارهای قیمت‌های روزانه سهام قبل و بعد از تصاحب و مواردی از این قبیل به بررسی تصادفی بودن این داده‌ها پرداخته می‌شود که در زیر نمودار قیمت‌های روزانه سهام در دو دوره به صورت نرمال شده آمده است. به طوری که از نمودارها مشخص است در مجموع این قیمت‌ها دارای فرآیند گام تصادفی هستند.



در نمودار زیر نیز قیمت‌های روزانه سهام برای دوره بعد از تصاحب برای مجموعه شرکت‌ها آورده شده که بیانگر نرمال شدن این داده‌ها و دارای فرآیند گام تصادفی بودن آنها می‌باشد.



آزمون‌های مربوط به تشخیص از قبیل Sign Test

آزمون کلی فوق بر اساس این امر صورت می‌گیرد که اگر تعداد قیمت‌های روزانه سهام‌های دارای رشد غیر عادی مثبت بیشتر از تعداد مورد انتظار در صورت عدم وجود عملکرد غیر طبیعی در دوره مورد نظر باشد چگونه می‌توان به این امر پی برد. برای این کار با در نظر گرفتن کسری از افزایش‌های قیمت مثبت غیر طبیعی در یک دوره (۳۰) روزه به برآورد نتایج زیر می‌پردازیم:

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

$$\hat{p} = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}\frac{1}{30}\sum_{t=E_1}^{E_{30}} S_{it}$$

به طوری که :

$$S_{it} = \begin{cases} 1 \text{ if } AR_{it} > 0 \\ 0 \text{ otherwise} \end{cases}$$

به طوری که آماره این آزمون دارای توزیع نرمال به روش زیر می‌باشد:

$$Z_G = \frac{w - n\hat{p}}{\sqrt{n\hat{p}(1-\hat{P})}}$$

به طوری که w تعداد سهام‌هایی است که در دوره مورد نظر دارای افزایش قیمت غیر طبیعی بالایی بوده‌اند.

جدول (۵) نتایج آزمون تشخیص علامت افزایش قیمت‌های غیر طبیعی در شرکت‌های واگذار شده در بورس

دوره	ACAR(-۱۰)	ACAR(۰)	ACAR(۱۰)	ACAR(۳۰)
۱۳۹۳-۱۳۹۲	۱,۴۸٪ (۱,۵۴)	۸,۶۸٪ (۵,۶۴)	۹,۶۰٪ (۵,۷۳)	۹,۹۴٪ (۵,۰۳)
۱۳۹۶-۱۳۹۴	۰,۰۵٪ (۰,۰۴)	۵,۰۳٪ (۳,۲۳)	۴,۵۲٪ (۱,۲۴)	۳,۷۸٪ (۱,۱۰)
۱۳۹۹-۱۳۹۷	۰,۷۸٪ (۱,۱۲)	۷,۲۱٪ (۲,۲۱)	۶,۳۷٪ (۲,۱۶)	۴,۸۱٪ (۱,۵۳)
۱۴۰۱-۱۴۰۰	۰,۱۴٪ (۱,۹۸)	۵,۲۳٪ (۳,۱۶)	۴,۷۶٪ (۲,۹۰)	۲,۳۳٪ (۲,۰۴)

نتایج حاصل نشان‌دهنده این می‌باشد که افزایش در قیمت‌های روزانه سهام غیر طبیعی زودتر در بازار جلوه می‌کند. البته به طوری که در ابتدا از لحاظ آماری و اقتصادی معنی‌دار نمی‌باشد و با وقفه دارای اثرات معنی‌داری می‌باشد. بنابراین فرض مورد بررسی که در حباب قیمتی در سهام‌ها صورت می‌گیرد قابل تائید می‌باشد.

بنابراین با اتکا به آزمون‌های تشخیص انجام شده مبنی بر وجود حباب قیمتی در قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس در دوره قبل و بعد از تصاحب با جمع‌آوری سود نقدی، قیمت ابتدایی و قیمت پایانی روزانه سهام هر شرکت مورد تحقیق، بازده نقدی و قیمت روزانه سهام هر شرکت محاسبه و با میانگین بازدهی‌های روزانه هر شرکت برای هر دو دوره مقایسه شد. بازدهی هر شرکت که کمتر از میانگین شد، علامت منفی و بازدهی هر روز که بزرگتر از میانگین شد، علامت مثبت دریافت کرد. با توجه به اینکه تغییر علامت به معنی آغاز دوهای جدید بود، تعداد دوها در دوره مورد بررسی شمارش شد.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

سپس با استفاده از آزمون Z، تفاوت تعداد دوهای مورد انتظار و تعداد دوهای شمارش شده بررسی شد. در صورت قرار گرفتن آماره آزمون در ناحیه بحرانی توزیع Z، فرض H_0 رد شده و نتیجه‌گیری می‌شود که بین تعداد دوهای شمارش شده و تعداد دوهای مورد انتظار تفاوت معنی‌داری وجود دارد و در نتیجه سهام شرکت در دوره مورد بررسی دارای حباب است. در غیر این صورت، اگر آمار آزمون در منطقه قرار داشت، فرض تایید شده و بیانگر نبود حباب بود.

دقت آزمون دوها در اندازه‌گیری حباب برای قیمت روزانه سهام است. چون در این سری زمانی تمامی نوسانات روزهای ماه نادیده گرفته می‌شود به همین دلیل می‌توان گفت که نتایج حاصل از قیمت روزانه، قابل قبول‌تر از میانگین قیمت ماهانه است.

$$\text{قیمت روزانه} = \frac{P_1 - P_0 + DP_e}{P_t}$$

برای نمونه مورد انتخاب در این تحقیق مقدار آماره آزمون محاسبه شده است. از آنجایی که در سال ۱۳۹۲ مقدار Z= ۰/۲۱۴ است و P-Value = ۰/۰۶۳ = ۰,۸۵٤ > α پس فرض صفر مبنی بر عدم حباب قیمتی رد نشده و نتیجه‌گیری می‌شود که بین تعداد دوهای شمارش شده و تعداد دوهای مورد انتظار تفاوت معنی داری وجود ندارد و این بیانگر نبود حباب قیمتی در این شرکت در سال یاد شده بوده است.

به همین ترتیب در سال ۱۳۹۶ مقدار Z= ۰/۲۵۷ است و P-Value = ۰/۰۸۹ = ۰,٦۸۷ > α پس فرض صفر مبنی بر عدم حباب قیمتی رد نشده و این بیانگر نبود حباب قیمتی در این شرکت در سال یادشده بوده است.

در سال ۱۳۹۸ نیز مقدار Z= ۰/۱۴۸ است و P-Value = ۰/۰۲۳ = ۰,۳۱۰ > α پس فرض صفر مبنی بر عدم حباب قیمتی رد شده و این بیانگر حباب قیمتی در این شرکت در سال یاد شده بوده است.

در سال ۱۴۰۰ مقدار Z= ۰/۱۵۱ است و P-Value = ۰/۰۳۶ = ۰,۳۱۹ > α پس فرض صفر مبنی بر عدم حباب قیمتی رد شده و این بیانگر حباب قیمتی در این شرکت در سال یادشده بوده است.

اما در دو سال بعد از تغییر مالکیت و تصاحب، مقدار آماره‌ها در سال ۱۴۰۱ مقدار Z= ۰/۲۴۲ است و P-Value = ۰/۰۶۹ = ۰,۸٤۹ > α پس فرض صفر مبنی بر عدم حباب قیمتی رد نشده و این بیانگر عدم وجود حباب قیمتی در این شرکت در سال یاد شده بوده است که بیانگر افت قیمت‌هایی است که به صورت غیر طبیعی و در دوره قبل از تصاحب افزایش یافته است.

نتایج آزمون رگرسیون لاجیت حباب قیمتی در دوران قبل و بعد از تصاحب

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

بررسی بازار سرمایه و تشخیص به موقع خرید و فروش یک سهم همیشه مشکلاتی را برای سهامداران به خصوص سهامداران جزء، به جهت عدم توانایی بررسی علمی بازار و انجام اقدامات نسنجیده که موجبات ناراحتی و ریسک بازار سرمایه ایران را فراهم می‌کند در برداشته است. بورس اوراق بهادار به عنوان بخشی از بازار سرمایه نقش مهمی در هدایت پس‌اندازها بر بخش‌های تولیدی و اقتصادی کشورها ایفا می‌کند. براساس اطلاعات جمع‌آوری شده، بازار سرمایه ایران چندین تصاحب را تجربه کرده و تا کنون آثار عملکردی شرکت‌های مورد معامله مذکور مورد ارزیابی قرار گرفته است. داده‌های مربوط به (۶۰) شرکت که از روش تصادفی ساده انتخاب شده‌اند، با مراجعه به کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران و به کمک نرم‌افزار ره‌آورد نوین، جمع‌آوری گردید. که پس از مرتب کردن این داده‌ها در نرم‌افزار اکسل، برای انجام آزمون‌های مربوطه آماده شده‌اند.

مدل در رگرسیون لاجیت به صورت زیر است:

$$L_n\left(\frac{\theta_i}{1-\theta_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \cdots + \beta_k X_k$$

به طوری که در معادله فوق $\frac{\theta_i}{1-\theta_i}$ نسبت شرکت‌هایی می‌باشد که قیمت انها دارای حباب در دوران قبل و بعد از تصاحب نسبت به شرکت‌های غیر حباب‌دار می‌باشد. همچنین β_i پارامترهای مدل است. در فرض اول تحقیق بیان شد که بین افزایش قیمت سهام و انجام تصاحب در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین فرض صفر مدل به این صورت می‌باشد که:

H.: مدل معنی‌داری وجود ندارد. به عبارتی بین افزایش قیمت سهام و انجام تصاحب در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس رابطه معناداری وجود ندارد. و این در حالی است که فرض خلف بیان کننده این می باشد که بین افزایش قیمت سهام و انجام تصاحب در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس رابطه معناداری وجود دارد.

برای انجام آزمون‌های فرض ذکر شده آماره آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ در نظر گرفته شده است.

جدول (٦) برآورد رابطه بین افزایش قیمت سهام و تصاحب

نتایج / متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره Wald	آماره t	Prob
تصاحب	۰,۶۵	۰,۱۹	۴,۲۴	۳,۵۸	۰,۰۰۲

همانگونه که از نتایج مشخص می‌شود آماره آزمون بر اساس آماره t معنی‌دار بوده و بر اساس مقدار Prob فرض صفر مبنی بر رد عدم رابطه بین افزایش در قیمت و تصاحب داشته و فرض خلف مبنی بر رابطه بین افزایش در قیمت سهام شرکت‌های واگذار شده و تصاحب در مالکیت پذیرفته می‌شود.

همچنین در راستای بررسی فرض دوم تحقیق مبنی بر اینکه بین حبابی بودن قیمت سهام و انجام تصاحب در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس رابطه معناداری وجود دارد، برآورد صورت گرفته به صورت زیر می‌باشد:

جدول (۷) برآورد رابطه بین حباب قیمت سهام و تصاحب

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

نتایج / متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره Wald	آماره t	Prob
تصاحب	۰,۶۲	۰,۳۵	۵,۸۴	۳,۷۴	۰,۰۰۰

ضریب برآورد شده در معادله فوق بیانگر رابطه مثبت بین تصاحب و افزایش حباب در قیمت سهام شرکت در دوران قبل و بعد از تصاحب است. به عبارتی ضریب برآورد شده تائید کننده این موضوع می‌باشد که می‌توان انتظار افزایش قیمت حبابی را سهام شرکت در دوران بعد از تصاحب و تغییر در مالکیت انتظار داشت. بر اساس مقدار Prob و آماره t نیز ضریب برآورد شده و معنی‌داری این معادله تائید شده همچنین آماره آزمون Wald نیز تائید کنند مقید بودن مدل و رابطه مثبت می‌باشد.

بر اساس نتایج جدول فوق می‌توان بیان کرد که یکی از دلایلی که معمولاً در محافل اقتصادی مطرح می‌شود بحث حبابی بودن قیمت‌ها در دوران مربوط به مالکیت و تغییر در تصاحب شرکت است. افزایش قیمت سهام شرکت‌ها به دلیل تغییر در تصاحب و مالکیت می‌باشد و در نتیجه این افزایش در قیمت به صورت حبابی می‌باشد. زمانی که قیمت یک دارایی از ارزش ذاتی آن که توسط عوامل بنیادین تعیین می گردد، فاصله می‌گیرد و بعد از مدتی رشد به یکباره سقوط می‌کند، می‌توان بیان کرد که حباب اتفاق افتاده است.

بنابراین هنگامی که سایه حباب شفافیت بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهد، قیمت‌ها با رشدی سرسام‌آور و بدون توجیه اقتصادی بالا می‌روند. در این حالت است که بازار بورس اوراق بهادار کارکرد خود را برای تخصیص بهینه منابع و تعیین قیمت از دست داده است.

در این مقاله فرضیه اول مبنی بر وجود رابطه مثبت بین افزایش در قیمت سهام و تصاحب و فرض دوم تحقیق مبنی بر رابطه مثبت بین حباب و تصاحب بر اساس ضرایب و آماره آزمون در دوره زمانی ۱۴۰۱-۱۳۹۲ برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تائید شد و در نتیجه مدل رگرسیون لاجیت برآورد شده بیان کننده این موضوع بود که افزایش یک درصدی در تصاحب می‌تواند منجر به افزایش ۶,۵ درصدی در افزایش در قیمت و حباب قیمتی شود.

نتایج آزمون حاکی از این است که بین تصاحب و بروز حباب قیمتی ارتباط وجود دارد و در شرکت‌هایی که تصاحب و تغییر در مالکیت دارند احتمال بروز حباب قیمتی بیشتر است.

۵. نتیجه‌گیری

در این مطالعه به بررسی حبابی بودن قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره قبل و بعد از واگذاری پرداخته شد. برای این منظور از داده‌های آذر ۱۳۹۲ تا اسفند ۱۴۰۱ برای تخمین و بررسی سوال تحقیق استفاده شده است. نتایج حاصل از تخمین مدل در مورد وجود حباب قیمتی

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوران قبل و بعد از تصاحب بیانگر رابطه مثبت بین افزایش در قیمت و تصاحب و همچنین بیانگر رابطه مثبت بین حباب قیمتی و تصاحب در شرکت ها است. همچنین نتایج حاصل تخمین مدل لجستیک بیانگر این موضوع می باشد که با افزایش یک درصدی در شاخص تصاحب میزان ۶,۵ درصد احتمال افزایش در حباب قیمتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران در دوره بعد از تصاحب می‌باشد.

با توجه به تغییر در ترکیب سهامداران در شرکت‌های تصاحب شده در این پژوهش سعی بر این بود که به بررسی روند حرکت قیمت سهام (توجه به حبابی بودن) در طول دوره قبل و بعد از تصاحب پرداخته شود. تا بتواند راهگشایی برای تصمیم‌گیری بهتر ذینفعان (مدیران شرکت‌ها، سهامداران و ...) باشد و کمک نماید تا از زوال و کاهش بیشتر ثروت صاحبان سهام شرکت‌های خریدار جلوگیری گردد. کمیته حسابرسی به عنوان یکی از کمیته‌های فرعی از هیئت مدیره و جزئی ضروری از ساختار اثربخش کنترل داخلی شرکت به حساب آمده و همچنین وظیفه با اهمیتی از طرف سهامداران جهت نظارت بر فرآیند گزارشگری مالی و حسابرسی داخلی و همچنین حسابرسی مستقل دارد. کمیته حسابرسی در صدد نظارت بر فرآیند گزارشگری مالی و محدود ساختن گزارشات فرصت‌طلبانه مدیریتی می‌باشد. این موضوع بر تئوری نمایندگی منعکس شده و نیاز به نظارت مدیران جهت کاهش توانایی آنها در دستکاری صورت‌های مالی شرکت دارد. با توجه به نقش نظارتی کمیته حسابرسی، سیاست‌گذاران متعددی به اهمیت کمیته حسابرسی تأکید کرده‌اند. کمیته حسابرسی به ایجاد ارتباط مناسب بین هیئت مدیره، حسابرسان مستقل و حسابرسان داخلی شرکت کمک می‌کند. وجود حباب در بازار توان پیش‌بینی و سنجش ارزش واقعی سهام شرکت‌ها را از بین برده و باعث گمراهی سرمایه‌گذاران، همچنین عدم کارآیی در تخصیص منابع می‌گردد. در راستای این موارد تلاش و هدف ما بر بررسی بازار سهام ایران به لحاظ وجود یا نبود حباب قیمتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران در دوره قبل و بعد از تصاحب بود.

در مقایسه نتایج مطالعه حاضر با مطالعات پیشین باید به این موضوع اشاره کرد که سعی شد در این مطالعه بر اساس رویکرد مدل های پویا و با یک دید حسابداری و گزارشگری مالی به بررسی حباب قیمتی در بازار سرمایه پرداخته شود در حالی که در مطالعات پیشین از جنبه مالی و اقتصادی این موضوع مورد توجه قرار گرفته است.

بر اساس نتایج بدست آمده پیشنهاد می‌شود که :

با توجه به اینکه، نوسانات قیمت دارایی ها در بیشتر موارد از دو بخش اصلی تشکیل می شود. یکی، بخش متعارف یا تغییرات اساسی قیمتی است که از متغیرهای اولیه کلان اقتصاد یا تغییرات متعارف عرضه و تقاضا تأثیر می پذیرد که جزء بنیادی نامیده می شود و دیگری، بخش نامتعارف یا تغییرات کاذب قیمت هاست. ارزیابی قیمت بنگاه ها، شاید مهمترین تحلیلی باشد که سرمایه گذاران در راستای اتخاذ بهینه‌ترین تصمیمات انجام می دهند. سنجش عوامل موثر بر قیمت و نوسانات آن که برای سرمایه‌گذاران ریسک آفرین است، از مسائل حیاتی بازار سرمایه تلقی می گردد.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

براساس فرضیات بازار کارآمد، تحقیقات مشاهده‌ای نیز نشان داده است که سود حسابداری، بار و محتوای اطلاعاتی دارد. محاسبه سود حسابداری از لحاظ یک اندازه‌گیری یگانه عملکرد و با اطلاعاتی که در محاسبه آن لحاظ می‌شود توسط حسابداران حرفه‌ای و تحلیل‌گران مالی همواره مورد تاکید قرار داشته است. تحلیل دقیق مفاهیم و هدف‌های مختلف سود نشان می‌دهد که یک مفهوم یگانه از سود نمی‌تواند به تنهایی و بطور یکسان جوابگوی مقاصد گوناگون باشد. از (۶۰) شرکت فعال بعد از تصاحب در بازار بورس اوراق بهادار تهران که به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند، تعداد (۳۸) شرکت دارای حباب قیمتی در دوران بعد از تصاحب بوده و تعداد (۲۲) شرکت غیر حبابی بوده‌اند.

این موضوع بیانگر استقبال بالای سهامداران از سهام شرکت‌های فعال مورد بررسی در مقایسه با سایر سهم‌ها است به طوری که می‌توان بیان کرد که حباب قیمتی مربوط به شرکت‌هایی است که در دوران بعد از تصاحب به دنبال ایجاد رونق‌های کاذب و افزایش در میزان ارزش سهم منجر به ایجاد حباب قیمتی در سهام شرکت شده‌اند.

ماهیت حبابی بودن شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران توسط آزمون دوها سنجیده شده است و از میان تعداد (۶۰) شرکت فعال که تغییر مالکیت داده شده و مساله تصاحب در آنها در بورس بوده در بین این شرکت‌ها تعدادی در سال‌های متمادی بعد از حبابی بودن قیمت‌ها عاری از حباب بوده که این امر و گزینه‌ها می‌تواند گزینه مناسبی برای سرمایه‌گذاری باشند که باید مورد توجه سرمایه‌گذاران، به خصوص سرمایه‌گذاران بی‌تجربه قرار گیرد.

فهرست منابع

الف) منابع فارسی:

اداره بررسی های اقتصادی، نماگرهای اقتصادی سال‌های مختلف بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

رهنمای رودپشتی، فریدون، معدنچی زاج، مهدی و بابالویان، شهرام (۱۳۹۰)، بررسی کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمت بورس اوراق بهادار تهران و زیربخش های آن با استفاده از آزمون نسبت واریانس و آزمون پایایی قیمت– سود، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره چهاردهم، صفحات ۷۵–۵۹

سازمان بورس اوراق بهادار تهران، اداره مطالعات و بررسی های اقتصادی، مجموعه مقالات و گزارشات، اسفند ۱۳۷۲

سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سالنامه سال‌های ۱۴۰۲–۱۳۶۹

عباسی، غلامرضا، محمدی محمدی، هادی، نشاط آور، محمد امین. (۱۳۹۷). بررسی نقش حباب قیمتی در ایجاد نوسانات در بورس اوراق بهادار تهران (شرکت‌های منتخب صنایع پتروشیمی و خودرو). اقتصاد مالی, ۱۲(۴۳)، ۱۳۳– ۱۵۲

عبده تبریزی، حسین (۱۳۸۲)، پدیده سهام شناور آزاد و تعیین حجم مبنا، کتابخانه سازمان بورس.

قالیباف اصل، حسن و ناطقی، محبوبه (۱۳۸۵)، بررسی کارایی در سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۲، صفحات ۶۶–۴۷

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

قربان نژاد اسطلکی، کامران (۱۳۸۵)، بررسی رابطه میزان سهام شناور آزاد با نرخ بازده سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۵۱

گلداری، اکبر (۱۳۸۵)، بررسی حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالیان اخیر، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی دانشگاه تربیت مدرس

معدلت، کوروش (۱۳۸۱)، بررسی وجود حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های اخیر، تهران، مجموعه پژوهش‌های اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شماره ۲۰

نوفرستی، محمد، "ریشه واحد و همجمعی در اقتصاد سنجی"، مؤسسه خدمات فرهنگی رسا، ۱۳۷۸

وکیلی فرد، حمیدرضا، طالب نیا، قدرت الله و کیانی، مهرداد (۱۳۸۹)، بررسی رابطه میزان سهام شناورآزاد با ایجاد حباب قیمتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره ۴، صفحات ۸۷-۶۷

ب) منابع خارجی:

Hanaki, N., Hommes, C., Kopányi, D. (۲۰۲۳). “Forecasting returns instead of prices exacerbates financial bubbles”. Exp Econ, ۲٦, ۱۱۸٥–۱۲۱۳.

Mustafa Hussain, S., Alaya, A., & Azizi, T. A. (۲۰۲۳). “The impact of financial accounting disclosures on investors’ reactions towards bad news: The moderating role of investors’ sentiments”. Cogent Economics & Finance, ۱۱(۲).

LucjanT.orlowski (۲۰۱۸),”Stages of the Ongoing Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble? ”CASE network studies and analyze NO.۳۷۲Sacred Heart University - John F. Welch College of Business; Centre for Social and Economic Research (CASE); William Davidson Institute (WDI); Halle Institute for Economic Research; German Institute for Economic Research (DIW Berlin).

Nenglai ,R .and van order, R(۲۰۱٦) , momentum and house price growth in the U.S: Anatomy of a “Bubble” ross school of Business working paper NO.۱۱۲٤

Filardo, A. (۲۰۰٤); Monetary policy and asset price bubbles: Calibrating the monetary policy trade- off, BIS(Bank of International Settlements) Working papers ،No: ۱٥٥ ،Monetary and Economic Development Department, June

Enders, W (۲۰۰٤), Applied Econometric Time Series, ۲nd Edition, Wiley

Siegel, j. (۲۰۰۳), “what is an asset price bubble? an operational definition” European financial managment,Vol.۹,No.۱

Shiller, R. J. (۲۰۰۳),”Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion”.

Bikhchandani, Sushil and Sharma Sunil. (۲۰۰۱),”Herd Behavior in Financial Markets” International Monetary Fund, ٤۷(۳), pp. ۲۷۹-۳۱۰.

Ideo, S. (۲۰۰۱), considering the Free Float – Adjustment of TOPIX: the need for new index and possible effects of implementation.

Hamilton, J. D. (۱۹۹٤), Time Series Analysis, Princeton Univ. Press.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

Engle, R. F., & Granger, C. W. J. (۱۹۸۷). Co-Integration and error correction: representation, estimation and testing. Econometric ۵۵, ۲۵۱–۲۷۶.

Hamilton, J. D and Whiteman Charles. H (۱۹۸۵),"The Observable Implications of Self- Fulfilling Expectations" Journal of Monetary Economics۱۶, pp. ۳۵۳-۳۷۳.

Blanchard, Q. and Watson, M.(۱۹۸۲); Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets, NBER Working Paper, No. ۹۴۵

Flood, Robert. P and Garber, Peter. M (۱۹۸۰),"Market Fundamental Versus price-Level Bubbles: The First Tests" Journal of Political Economy ۸۸, ۷۴۵-۷۷۰

Dickey, D.A., &Fuller, W.A (۱۹۷۹).Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. J Am Stat Associated ۷۴, ۴۲۷–۴۳۱.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]