

تبیین نقش خصوصی سازی بر شاخص های عمق و عرض بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۳۸۴-۱۳۹۰

پریسا ترازانی^{۱*}، سید علی نبوی چاشمی^۲، عرفان معماریان^۳

تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۲/۱۸

تاریخ دریافت: ۹۲/۱۰/۰۲

چکیده

یکی از مباحث داغ و مطالب روز اقتصاد ایران در این روزها، موضوع واگذاری دستگاه های اجرایی دولتی به ویژه شرکت های دولتی و میدان دادن به فعالیت های بخش خصوصی است. امروزه کمتر کشوری را در جهان می توان یافت که در حال اجرای برنامه های خصوصی سازی نباشد. به جرات می توان گفت که خصوصی سازی یکی از مهم ترین مؤلفه های اقتصادی قرن بیست و یکم است. خصوصی سازی فرایندی اجرایی، مالی و حقوقی است که دولت ها در بسیاری از کشورها برای انجام اصلاحات در اقتصاد و نظام اداری خود، آن را اجرایی می کنند.

در پژوهش حاضر سعی شده است تأثیر خصوصی سازی بر شاخص های عمق و عرض بورس اوراق بهادار تهران — که از شاخص های توسعه بازار سهام است — بررسی شود. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ است. جهت بررسی رابطه خصوصی سازی با توسعه بازار سهام، از مدل رگرسیون ترکیبی و از ۸۱ شرکت منتخب به عنوان نمونه از یک دوره هفت ساله استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که خصوصی سازی با شاخص عمق بورس اوراق بهادار رابطه مثبت و معناداری دارد ولی با شاخص عرض رابطه معناداری ندارد.

کلیدواژه ها: خصوصی سازی، توسعه بورس اوراق بهادار، عمق بورس اوراق بهادار، عرض بورس اوراق بهادار

*۱- دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات مازندران، گروه مدیریت مالی، مازندران، ایران Parisaterazhiani@gmail.com

۲- استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات مازندران، گروه مدیریت مالی، مازندران، ایران

۳- استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات مازندران، گروه مدیریت مالی، مازندران، ایران Memarian_er@yahoo.com

Explaining the Role of Privatization on the Depth and Width Indexes of Tehran Stock Exchange

Parisa Terazhani, M.A.; Seyed Ali Nabavi Chashemi, Ph.D.; Erfan Memarian, Ph.D

Abstract

One of the hot issues and today's topics on the Iran economy these days is the subject assignment to the government's administrative systems, particularly state enterprises and giving space to private sector of activities. Nowadays few other countries can be found in the world that who are not implementing the privatization program, and dare to be said that privatization is one of the most important of economic components in the twenty-first century. The privatization is the process of administrative, financial and legal that governments in many countries to reform their economic and administrative systems make it executable. In The present study we looking for to examine the impact of privatization on the depth, breadth and efficiency indicators of the Tehran Stock Exchange stock market, that which are indicators of stock market development, we are. The population of this study, all companies listed in Tehran Stock Exchange during the period 1384 to 1390 is. And To investigate the relationship between stock market development and privatization of the combined regression model was used. The results of the 81 companies selected as the sample is taken from a seven-year period. The results also showed that privatization has a positive and significant relationship with depth index Stock Exchange, However, no significant correlation between performance indicators and width.

Keywords: Privatization, Development of Stock Exchange, Depth Stock Exchange, Width Stock Exchange, Performance Stock Exchange.

حرکت به سوی خصوصی سازی و واگذاری فعالیت های دولتی به بخش خصوصی جهت افزایش بهره وری دولت. بازار سرمایه و به طور مشخص بورس اوراق بهادار اگرچه سازوکاری مؤثر در اجرای برنامه های گسترده خصوصی سازی است و کارآمدی عملکرد آن با توجه به ساختار تنظیمی و نظارتی مدون، زیرساخت های فنی و نیروی انسانی آموزش دیده، احتمال موفقیت واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش خصوصی

مقدمه

امروزه دیدگاه غالب در اقتصاد و مدیریت، کاهش فعالیت های دولتی و حرکت به سمت خصوصی سازی است. آنچه امروز در اقتصاد پویا و مدیریت دولتی نوین مشاهده می شود، اقدام برای جبران ضعف های گذشته است. از جمله اقدامات در این زمینه عبارت است از: توانمند ساختن شرکت های دولتی و حذف گرایش به لایه های نظام دولتی،

به بخش خصوصی، در دو دهه اخیر، رواج بی‌سابقه‌ای در جهان داشته و امروزه کم‌وبیش در تمامی کشورهای جهان به مرحله اجرا درآمده است. در این راستا، در این پژوهش، تأثیر خصوصی‌سازی بر شاخص‌های عمق و عرض بورس اوراق بهادار تهران — که هردو از شاخص‌های توسعه بورس اوراق بهادار هستند — طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ بررسی شده است.

به اعتقاد بسیاری از پژوهشگران، خصوصی‌سازی به توسعه بیشتر بازار سهام منجر می‌شود اما در مورد سازوکار تأثیرگذاری خصوصی‌سازی بر توسعه بازار سهام، فقط چند پژوهشگر مکانیسم‌های نظری را بررسی کرده و در این زمینه شواهد تجربی ارائه داده‌اند (بوبرکی^۱ و همکاران، ۲۰۱۰).

در پژوهش حاضر، توسعه بازار سهام با کمک دو مشخصه اصلی عمق و عرض اندازه‌گیری شده است. مشخصه عمق به اندازه و نقدشوندگی بازار سهام اشاره دارد. اندازه بازار مهم است؛ زیرا با توانایی برای تجهیز سرمایه و تنوع‌سازی ریسک همبستگی مثبت دارد. بازار ثانویه این امکان را عمیق‌تر برای شرکت‌ها فراهم می‌کند تا با کاهش بازدهی مورد نیاز سرمایه‌گذاران و بالطبع مواجه شدن با هزینه‌ای پایین‌تر، سرمایه خود را افزایش دهند. عرض عبارت است از تنوع بازار بر حسب مشارکت شرکت‌های بزرگ و کوچک، انواع شرکت‌ها از بخش‌های مختلف صنعت و سرمایه‌گذاران خارجی. عرض، ریسک کل بازار را کاهش می‌دهد، مالکیت گسترده را ترغیب می‌کند که به نوبه خود سرمایه را افزایش می‌دهد و به شرکت‌های کوچک‌تر امکان می‌دهد به سرمایه‌ای دسترسی داشته باشند که در غیاب شرکت‌های بزرگ‌تر در بازار موجود نبود (فتیحی و عسگرنژاد نوری، ۱۳۸۸: ۸۰-۷۹).

شرکت‌های بزرگ دولتی در کشورهای جهان سوم، از جمله ایران، عاملی برای بروز کسری بودجه، تورم و ایجاد اختلال در تخصیص بهینه منابع و غیرواقعی شدن قیمت‌ها است. همچنین، وجود این شرکت‌ها سبب شده است تا این کشورها در عرصه رقابت بین‌المللی موقعیت ضعیفی داشته

را به میزان زیادی افزایش می‌دهد، در مقابل، خود تحت تأثیر این برنامه‌ها است و از اجرای آن منتفع می‌شود. بررسی‌ها نشان می‌دهد از اوایل دهه ۹۰ میلادی تاکنون که بیشتر از صد کشور جهان، خصوصی‌سازی فعالیت‌های اقتصادی را به عنوان یک ابزار سیاست اقتصادی پذیرفته‌اند، گسترش برنامه‌های خصوصی‌سازی با رشد سریع حجم معامله‌ها در بورس‌های اوراق بهادار همراه بوده است؛ به عبارت دیگر، خصوصی‌سازی و بورس اوراق بهادار اگرچه در ظاهر سیاست و ابزار اجرای سیاست به نظر می‌رسند، در عمل دو عامل تأثیرگذار بر یکدیگر محسوب می‌شوند. عملکرد کارآمد بورس اوراق بهادار، به افزایش کارایی فرایند خصوصی‌سازی منجر می‌شود و اجرای مطلوب برنامه‌های خصوصی‌سازی، رشد و توسعه فعالیت‌های بورس اوراق بهادار را در پی دارد. دولت‌ها نیز هرچند به خصوصی‌سازی به عنوان ابزاری برای افزایش درآمدهای خود و، در مرحله بعد، افزایش کارایی و بهره‌وری اقتصادی شرکت‌های دولتی می‌نگرند، انتظار دارند اجرای برنامه خصوصی‌سازی از طریق عرضه عمومی سهام، به توسعه بازار سرمایه کشور منجر شود که برپایه مطالعات انجام شده، خود عامل تحریک و تقویت رشد و توسعه اقتصادی است.

بیان مسئله و اهمیت موضوع

با توجه به نقش مهم و حیاتی بورس در تشکیل سرمایه و تجمع سرمایه‌های کوچک و سرگردان و هدایت آنها به سوی مسیرهای مطلوب در سیستم اقتصادی کشور، به نظر می‌رسد که در زمینه بورس اوراق بهادار پژوهش‌های بیشتری باید انجام شود. بورس اوراق بهادار، به عنوان بازاری نوپا از اقتصاد، در جست‌وجوی جایگاه مطلوب خود در کلیت اقتصاد است. در دوره جدید شروع فعالیت بورس در ایران (سال ۱۳۶۹)، این تکاپو فراز و نشیب‌هایی داشته که گاهی ناشی از شرایط اقتصادی کشور بوده و مواقعی نیز نوساناتی مستقل از کل اقتصاد و روندهای حاکم بر سیستم اقتصادی داشته است (خدایی، ۱۳۷۹). سیاست واگذاری فعالیت‌های اقتصادی

اهداف سیاست‌های خصوصی‌سازی عبارت است از: تمایل به افزایش درآمدهای دولت، ارتقای کارایی اقتصادی، و کاهش مداخله دولت در اقتصاد. در بسیاری از کشورها، توسعه بازار سهام داخلی، هدف دیگر برنامه‌های خصوصی‌سازی محسوب می‌شود. خصوصی‌سازی، تأثیر مستقیمی بر بازار سهام داخلی دارد به طوری که بسیاری از دولت‌ها خصوصی‌سازی را از طریق عرضه سهام در بازارهای بورس‌های داخلی انجام داده‌اند. پیش‌بینی می‌شود که انتشار سهام به دلیل افزایش فرصت‌های

سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران و در نتیجه تشویق شرکت‌های خصوصی به فعالیت‌های معاملاتی و عرضه سهام جدید، در نهایت به توسعه بازار سهام کمک می‌کند (تره^۳ و همکاران، ۲۰۰۶). بسیاری از پژوهشگران نشان داده‌اند که خصوصی‌سازی بر عملکرد بنگاه‌های اقتصادی تازه خصوصی‌سازی شده اثر مثبتی دارد (بوبرکی و همکاران، ۲۰۱۲ و بوبرکی و حمزه، ۲۰۰۷)، اما فقط تعداد معدودی از نویسندگان، به تأثیر خصوصی‌سازی بر توسعه بازار سهام متمرکز شده‌اند. باتچکووا^۴ و مجینسن (۲۰۰۲)، تحول خصوصی‌سازی را از طریق فروش سهام عمومی در چند بازار تحلیل کردند و نشان دادند که خصوصی‌سازی از این طریق به شکل چشمگیری به سرمایه‌ای شدن بازار محلی منجر شده است.

موضوع خصوصی‌سازی و نحوه انتقال مالکیت از بخش دولتی به بخش خصوصی و نیز مقایسه نقاط قوت و ضعف این روند، یکی از مسائل روز و بااهمیت کشور است. بسیاری از اقتصاددانان، خصوصی‌سازی را «سنگ بنای» اصلاحات ساختاری می‌دانند؛ زیرا باعث تحریک توسعه بخش خصوصی، جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، گسترش رقابت، آزادسازی تجاری و توسعه بازارهای سرمایه می‌شود، همچنین «سیستم حاکمیت شرکت‌ها» را بهبود می‌بخشد و به شکلی خاص بر عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌ها

باشند. بعد از بروز این مشکلات، خصوصی‌سازی در این کشورها مورد توجه قرار گرفت (صفارزاده پاریزی، ۱۳۸۱).

هدف از این مقاله، تبیین تأثیر خصوصی‌سازی بر دو شاخص از سه شاخص توسعه بورس اوراق بهادار است. میلر^۱ (۲۰۰۲)، تنها پژوهشگری است که از عمق، عرض و کارایی به عنوان ابعاد توسعه بازار سهام نام برده اما صرفاً تأثیر خصوصی‌سازی شرکت‌های تحت مالکیت دولت بر یکی از این سه بعد، یعنی عمق بازار، رابرسی کرده است. با این توضیحات، می‌توان ادعا داشت تحقیق حاضر که در آن دو بعد عمق و عرض بازار و به طور همزمان نقش خصوصی‌سازی در توسعه بورس اوراق بهادار، در سطوح داخلی و خارجی، در نظر گرفته شده، منحصر به فرد است. متغیرهای وابسته در این تحقیق، شاخص‌های توسعه بازار سهام هستند که عبارت‌اند از: ۱. عمق بازار، ۲. عرض بازار. بنابراین، در این تحقیق، ۲ متغیر وابسته وجود دارد و متغیر مستقل آن، خصوصی‌سازی است.

امروزه کمتر کشوری را در جهان می‌توان یافت که در حال اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی نباشد؛ و به جرأت می‌توان گفت که خصوصی‌سازی یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های اقتصادی قرن بیست و یکم است. خصوصی‌سازی، فرایندی اجرایی، مالی و حقوقی است که دولت‌ها در بسیاری از کشورها برای اجرای اصلاحات در اقتصاد و نظام اداری خود، آن را اجرایی می‌کنند. با توجه به پیشینه بحث خصوصی‌سازی، هدف از خصوصی‌سازی در سه حوزه مالی، اقتصادی و اجتماعی - سیاسی عبارت است از افزایش کارایی بنگاه‌ها، توزیع مناسب درآمد، کوچک‌سازی دولت، توانمندسازی بخش خصوصی، گسترش بازار سرمایه، افزایش رقابت و تأمین منافع مصرف‌کنندگان، ... از طریق واگذاری مالکیت و مدیریت بنگاه‌های اقتصادی دولتی به بخش غیردولتی (بالاسوریا^۲ و همکاران، ۲۰۰۸).

همچنین، در بیست سال اخیر، دولت‌ها در سرتاسر دنیا برنامه‌های خصوصی‌سازی مهمی را به اجرا درآورده‌اند. از جمله

1- Miller, Robert M.
2- Balasooriya, Asoka

3- Torre, Augusto D. L.
4- Boutchkova, Maria K.

۲. بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر شاخص عرض بورس اوراق بهادار تهران.

اهداف جزئی: ۱. ارائه مفهوم کلی از خصوصی‌سازی و شاخص‌های توسعه بازار سهام و بررسی ارتباط این شاخص‌ها با خصوصی‌سازی، ۲. ارائه نظریاتی درمورد خصوصی‌سازی و بازار.

پیشینه تحقیق

فتحی و عسگرنژاد نوری (۱۳۸۸)، در مقاله خود با عنوان «بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر روی توسعه بازار سهام»، چگونگی ارتباط بین خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و توسعه بازار سهام را به‌دقت بررسی کرده‌اند. آنها ابتدا عوامل مؤثر بر توسعه بازار سهام را معرفی کردند و سپس تأثیر خصوصی‌سازی بر مشخصه‌های اصلی توسعه بازار سهام و معیارهای کمی آن شاخص‌ها، نقش واسطه‌ای ریسک سیاسی در ارتباط بین خصوصی‌سازی و توسعه بازار سهام، و در نهایت نقش آزادسازی به‌عنوان سیاست مکمل خصوصی‌سازی را سنجیدند. نتایج به‌دست‌آمده از این مقاله در ۶ بند خلاصه شد:

۱. خصوصی‌سازی بر میزان توسعه بازار سهام تأثیرگذار است؛
۲. خصوصی‌سازی عرضه سهام باعث افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود؛
۳. کاهش ریسک سیاسی به‌واسطه خصوصی‌سازی پایدار، یکی از دلایل مهم رشد اخیر در بازارهای سهام نوظهور است (چنین به‌نظر می‌رسد که خصوصی‌سازی پایدار به‌تدریج از طریق تحریک کاهش عدم اطمینان سیاسی و حقوقی، به تقویت چهارچوب نهادی منجر شود)؛
۴. مشارکت خارجی، عامل مهمی در موفقیت برنامه خصوصی‌سازی و تأثیر آن بر توسعه بازار سهام است؛
۵. آزادسازی حساب سرمایه، تأثیرات مثبت پایداری بر سرمایه‌گذاری دارد؛
۶. توسعه بازار سهام برای کارایی سرمایه‌گذاری در این بازارها اهمیت دارد.

صادقی آردی (۱۳۸۹)، در تحقیقی با عنوان «ارزیابی تأثیرات خصوصی‌سازی بر عملکرد شرکت توزیع برق استان مازندران»، از ۲ روش تجزیه و تحلیل مبتنی بر اطلاعات

تأثیرمی‌گذارد. در واقع می‌توان گفت میان خصوصی‌سازی و توسعه بازار سرمایه ارتباطی پایدار وجود دارد، به‌طوری‌که رشد سریع خصوصی‌سازی با گسترش و تعمیق عرضه سهام داخلی و بین‌المللی همراه بوده است. موضوع خصوصی‌سازی و واگذاری شرکت‌های تحت مالکیت دولت به بخش خصوصی، یکی از مسائل مهم و به‌روز اقتصاد ایران است. مقام معظم رهبری با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و تأکید بر استفاده از بورس اوراق بهادار در واگذاری شرکت‌های دولتی، زمینه بسیار مناسبی برای تحدید فعالیت‌های تصدی‌گری دولت و واگذاری آنها به بخش غیردولتی و نیز توسعه و گسترش سهامداری در کشور فراهم کرده‌اند (مجموعه مقالات خصوصی‌سازی، ۱۳۷۴).

نتایج تحقیق حاضر، برای صاحب‌نظران و پژوهشگران دانشگاهی، سیاست‌گذاران دولت و سرمایه‌گذاران فردی و سازمانی و نیز سازمان بورس اوراق بهادار، سازمان خصوصی‌سازی، و سایر سازمان‌های وابسته و سرمایه‌گذاران قابل استفاده است.

در این تحقیق، توسعه بورس اوراق بهادار با ۲ مشخصه اصلی توسعه اندازه گیری می‌شود. در پژوهش‌های گذشته، توسعه بورس اوراق بهادار اکثراً با مشخصه عمق بازار سنجیده شده است، اما تاکنون پژوهشی که در آن دو شاخص توسعه بازار سهام (عمق و عرض بورس اوراق بهادار) به‌طور کامل بررسی شده باشد، به چشم نخورده و بنابراین این تحقیق مکمل پژوهش‌های اندک انجام‌شده در گذشته در زمینه شاخص‌های توسعه اوراق بهادار و ارتباط آن با خصوصی‌سازی است و تا به حال تحقیقی به این کاملی در بورس اوراق بهادار تهران انجام نشده است.

هدف پژوهش

اهداف پژوهش عبارت‌اند از:

۱. بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر شاخص عمق بورس اوراق بهادار تهران؛

قیمت (تپیکس)، صورت گرفته که به این ترتیب، مقادیر متغیر وابسته بر مبنای دو مدل مجزا و در مجموع با استفاده از سه معیار کلی (مدل مبتنی بر گردش معاملات، مدل مبتنی بر سنجۀ آمیهود بر اساس شاخص تپیکس) و مدل مبتنی بر سنجۀ آمیهود بر اساس شاخص تپیکس) و مدل مبتنی بر مدل سازی نهایی استفاده شده است. نتیجۀ کلی پژوهش بیانگر تأثیر قابل توجه و معنادار انجام خصوصی سازی از طریق عرضه عمومی سهام شرکت های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران بر توسعه و نقدشوندگی این بازار است.

مدائنی (۱۳۹۱)، در پایان نامه کارشناسی ارشد خود، پژوهشی درباره بررسی تأثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام انجام داده (شامل ارزش بازار، ارزش معاملات و نسبت گردش) که هدف از آن، ارزیابی اثر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. در این پژوهش فقط شاخص عمق بررسی شده است. جامعه آماری این پژوهش، کلیۀ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۶۹ تا ۱۳۸۹ بوده و در آن، از مدل GMM استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد که بین خصوصی سازی و متغیر ارزش بازار و ارزش معاملات (شاخص های توسعه بازار سهام) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد اما بین خصوصی سازی و نسبت گردش ارتباط معناداری وجود ندارد.

اکتن^۱ و آرین^۲ (۲۰۰۶)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر خصوصی سازی بر کارایی»، تأثیر خصوصی سازی را بر کارایی شرکت های خصوصی شده در ترکیه بررسی کردند. به اعتقاد آنها، خصوصی سازی از دو جهت بر شرکت ها تأثیر می گذارد: اول اینکه باعث تغییر در اهداف شرکت می شود (تأثیر مالکیت)، دوم اینکه سبب تغییر در ساختار بازار می شود (تأثیر محیطی)؛ و به این نتیجه رسیدند که برای بهبود کارایی شرکت های خصوصی شده، تأثیر مالکیت کافی است.

نتایج پژوهش برتولوتی^۳ و دیگران (۲۰۰۷)، با عنوان «تأثیر خصوصی سازی بر نقدینگی بازار سهام در ۱۹ کشور توسعه یافته»، نشان داد که خصوصی سازی از طریق صدور

پرسشنامه ای و آماری استفاده کرده است. اطلاعات پرسشنامه از ۲ سطح مدیران و کارکنان استخراج و از آمار توصیفی و آزمون های مالی به قیمت ثابت سال ۱۳۸۳ استفاده شد که دوره آن به سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ محدود بوده است. نتایج نشان داده که اجرای طرح خصوصی سازی در شرکت توزیع برق استان مازندران هر چند موجب افزایش مطلق هزینه ها شده، هزینه های متوسط تولید را در نهایت کاهش داده است. همچنین، روایی پاسخ پاسخ دهندگان حاکی از آن است که فرضیۀ افزایش رضایتمندی ناشی از اجرای خصوصی سازی تأیید نمی شود.

رضایی دولت آبادی و دیگران (۱۳۹۰)، در مقاله خود با عنوان «تحلیل تأثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام در ایران»، بر تأثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران متمرکز شدند و در طی آن، با استفاده از آزمون پرون، نقاط شکست ساختاری احتمالی را در نه مقطع زمانی، با توجه به روند خصوصی سازی بررسی کردند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد که خصوصی سازی تأثیری بر توسعه بازار سهام ندارد.

تهرانی و همکاران (۱۳۹۰)، در تحقیقی با عنوان «اثر خصوصی سازی از طریق عرضه عمومی سهام بر نقدشوندگی سهام»، تأثیر خصوصی سازی از طریق عرضه عمومی سهام شرکت های دولتی را بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده اند. در این پژوهش، با توجه به سه معیار قابل اندازه گیری در واگذاری شرکت ها از طریق بورس، سه فرضیه بر حسب تعداد شرکت های خصوصی شده، تعداد سهام عرضه شده و ارزش ریالی واگذاری ها تدوین و تأثیر هر کدام بر نقدشوندگی سهام در بورس آزمون شده است. در پژوهش آنها، درجۀ نقدشوندگی بورس تهران به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته و با استفاده از دو معیار اندازه گیری نقدشوندگی شامل نسبت گردش معاملات و سنجۀ عدم نقدشوندگی آمیهود، محاسبه شده است. در ضمن، محاسبۀ معیار آمیهود بر اساس بازده دو شاخص اصلی بورس تهران، شامل شاخص بازده نقدی و قیمت (تپیکس) و شاخص کل

جغرافیایی بستگی دارد؛ به عنوان مثال، آنها دریافتند که خصوصی‌سازی در آسیا به افزایش نقدشوندگی و اندازه بازار سهام منجر شده ولی چنین نتیجه‌ای در دیگر مناطق به دست نیامده است.

روش‌شناسی تحقیق

پژوهش‌های علمی معمولاً براساس دو مبنای «هدف» و «ماهیت و روش» گروه‌بندی می‌شوند. بر این اساس، پژوهش‌های بر مبنای هدف شامل پژوهش‌های بنیادی، کاربردی و عملی هستند و پژوهش‌های بر مبنای ماهیت و روش، پژوهش‌های تاریخی، توصیفی همبستگی، علی و تجربی را دربر می‌گیرند.

پژوهش حاضر، از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی است. برای تبیین ارتباط بین خصوصی‌سازی و شاخص‌های عمق و عرض بورس اوراق بهادار، از مدل رگرسیونی به روش داده‌های ترکیبی و برای جمع‌آوری داده‌ها از روش اسنادکاوی استفاده شده است. داده‌های موردنیاز از صورت‌های مالی حسابرسی‌شده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی موجود در این زمینه به دست آمده است.

روش گردآوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات

در این پژوهش، اطلاعات موردنیاز به روش‌های زیر جمع‌آوری شد:

روش کتابخانه‌ای: از این روش برای جمع‌آوری اطلاعات در زمینه پیشینه پژوهش استفاده شد (با مطالعه کتب و مقالات و جست‌وجو در سایت‌های اینترنتی).

روش اسنادکاوی: از این روش برای اجرای پژوهش و جمع‌آوری اطلاعات موردنیاز برای آزمون فرضیه‌ها استفاده (با استفاده از نرم‌افزارهای تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین و سایت‌های اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار).

سهام برای مؤسسات دولتی و واگذاری آنها از طریق بورس، تأثیر به‌سزایی بر افزایش نقدینگی در بازارهای سهام این کشورها داشته است. آنها علت عمده این نقدینگی را کاهش ریسک کلی بازار به‌خاطر تنوع و گستردگی خصوصی‌سازی می‌دانستند.

فارینوس^۱ و دیگران (۲۰۰۷)، در پژوهش خود با عنوان «عملکرد عملیاتی و بازار سهام طی خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی»، شرکت‌هایی را که در اسپانیا طی سال‌های ۲۰۰۱-۱۹۹۰ از طریق عرضه عمومی سهام، خصوصی شده بودند، بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که خصوصی‌سازی تأثیر فراوانی بر کارایی، درآمد فروش و استخدام داشته است.

براساس نتایجی که از پژوهش کر^۲ و دیگران (۲۰۰۸)، با عنوان «تأثیر خصوصی‌سازی بر شرکت و بازار سهام در نیوزلند و استرالیا» به دست آمد، مشخص شد که عملکرد شرکت‌ها پس از خصوصی‌سازی بسیار بهبود یافته است، به طوری که خصوصی‌سازی باعث افزایش نرخ رشد سالانه شرکت‌ها به میزان ۱۲٪ برای شرکت‌های نیوزیلندی شده که این نرخ برای شرکت‌های استرالیایی تقریباً ۹٪ است. همچنین، تحلیل‌ها نشان داد که خصوصی‌سازی در نیوزیلند و استرالیا، مشارکت مشخصی در توسعه بازار سهام داشته و نقدینگی شرکت‌های خصوصی شده افزایش چشمگیری داشته، آن‌چنان‌که نشان‌دهنده فعالیت بیشتر سرمایه‌گذاران است. مجموع کلی خصوصی‌سازی در نیوزیلند از ۱۶ میلیون دلار در سال ۱۹۹۱ به بیش از ۶۳۷ میلیون دلار در سال ۲۰۰۱ و در استرالیا مجموع کل خصوصی‌سازی از ۳۴۴ میلیون دلار در سال ۱۹۹۳ به ۷۰۵۸۰ میلیون دلار در سال ۲۰۰۱ رسید.

بوبرکی و دیگران (۲۰۱۰)، در پژوهش خود با عنوان «خصوصی‌سازی و توسعه بازارهای مالی در کشورهای نوظهور»، با بررسی یک نمونه چندملیتی از ۳۱ بازار نوظهور، به این نتیجه رسیدند که خصوصی‌سازی به گسترش بازار سهام کمک می‌کند. البته این موضوع به منطقه و مکان

جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری: محدوده و فضای مطلوب محقق، جامعه آماری را مشخص می‌کند؛ بنابراین، جامعه آماری عبارت است از تعداد عناصر مطلوب مورد نظر که حداقل یک صفت مشخصه داشته باشند. صفت مشخصه، صفتی است که بین عناصر جامعه مشترک است و جامعه آماری را از سایر جوامع متمایز می‌کند. به بیان دیگر، جامعه آماری مجموعه اعضای حقیقی یا فرضی است که نتایج پژوهش به آن تعمیم داده می‌شود. تعریف جامعه باید به اندازه‌ای روشن باشد که هیچ نوع سؤالی درباره قابلیت تعمیم‌پذیری یا کاربرد نتایج به هریک از اعضای جامعه مطرح نباشد. جامعه آماری دو نوع است: محدود و نامحدود. در جامعه آماری محدود، تعداد مقادیر محدود، ثابت و پایان‌پذیر است اما جامعه آماری نامحدود از یک ردیف بی‌انتهای مقادیر تشکیل شده است. از آنجا که جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است، نوع آن، محدود است. انتخاب این جامعه آماری به دلایل زیر بوده است:

- انواع شرکت‌هایی که در صنایع مختلف فعالیت دارند، در این جامعه عضویت دارند؛
 - در این شرکت‌ها، نظمی بهتر از سایر شرکت‌ها در اداره امور و تهیه گزارش‌های مالی حاکم است؛
 - در این شرکت‌ها، امکان دسترسی بهتری به اطلاعات مالی حسابرسی شده جهت تحلیل و آزمون فرضیات وجود دارد؛
 - دسته‌بندی شرکت‌ها بر مبنای نوع فعالیت آنها، امکان دستیابی به نتیجه بهتر را فراهم می‌کند.
- جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ را دربر می‌گیرد.

روش نمونه‌گیری و نمونه آماری: بدیهی است که اگر جامعه مورد نظر بزرگ و حجم و تعداد افراد آن زیاد باشد، مطالعه کل جامعه مشکل است؛ بنابراین، جهت سهولت و صرفه‌جویی در وقت، انرژی و بودجه، می‌توان از روش

برای آماده‌سازی متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها نیز از نرم‌افزار صفحه گسترده (اکسل) استفاده شده است؛ به این ترتیب که ابتدا اطلاعات گردآوری‌شده، در صفحات کاری ایجاد شده در محیط این نرم‌افزار وارد و سپس محاسبه‌های لازم برای دستیابی به متغیرهای این پژوهش انجام شد. بعد از محاسبه کلیه متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌های این پژوهش، این متغیرها در صفحات کاری واحدی ترکیب شدند تا به‌طور الکترونیکی به نرم‌افزار مورد استفاده در تجزیه و تحلیل نهایی منتقل شوند. در این پژوهش، جهت انجام تحلیل‌های نهایی، از نسخه ۸ نرم‌افزار Stata استفاده شده است.

$$\text{Dep}_{i,t} = \hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_2 \text{Pri}_{i,t} + \hat{\alpha}_3 \text{Infl}_{i,t} + \hat{\alpha}_4 \text{Exch}_{i,t} + \hat{\alpha}_5 \text{unem}_{i,t} + \epsilon$$

مدل اول

$$\text{Bre}_{i,t} = \hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_2 \text{Pri}_{i,t} + \hat{\alpha}_3 \text{Infl}_{i,t} + \hat{\alpha}_4 \text{Exch}_{i,t} + \hat{\alpha}_5 \text{unem}_{i,t} + \epsilon$$

مدل دوم

مدل‌های مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها، ۲ مدل به قرار زیر است:

$$\begin{aligned} i &= \text{عدد ثابت} & \hat{\alpha}_1 &= \text{سال} & t &= \text{شرکت} \\ \text{Dep} &= \text{شاخص عمق} \\ \text{Pri}_{i,t} &= \text{متغیر مستقل (خصوصی سازی)} \\ \hat{\alpha}_2 &= \text{(ضریب متغیر مستقل) (خصوصی سازی)} \\ \hat{\alpha}_4 &= \text{(ضریب متغیر کنترلی) (نرخ ارز)} \\ \text{Infl}_{i,t} &= \text{متغیر کنترلی (نرخ تورم)} \\ \hat{\alpha}_3 &= \text{(ضریب متغیر کنترلی) (تورم)} \\ \text{unem}_{i,t} &= \text{متغیر کنترلی (بیکاری)} \\ \hat{\alpha}_5 &= \text{(ضریب متغیر کنترلی) (بیکاری)} \\ \text{Exch}_{i,t} &= \text{متغیر کنترلی (نرخ ارز)} \\ \text{Bre}_{i,t} &= \text{شاخص عرض} \\ \epsilon &= \text{(خطاها) باقی مانده} \end{aligned}$$

شایان ذکر است که به منظور برآورد تمامی مدل‌های نهایی این پژوهش، از مدل داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

تجزیه و تحلیل داده ها

داده های جمع آوری شده از صورت های مالی شرکت های نمونه آماری، با استفاده از نرم افزار Excel دسته بندی و مقدار متغیرهای پژوهش به کمک این نرم افزار محاسبه و سپس با استفاده از نرم افزار آماری Stata، آزمون فرضی، پژوهش انجام شد؛ که خلاصه نتایج آزمون های آماری صورت گرفته بر فرضیه های پژوهش در ادامه ارائه می شود.

تحلیل توصیفی

با این نوع آمار صرفاً جامعه توصیف می شود و هدف از آن، محاسبه پارامترهای جامعه است. اگر محاسبه مقادیر و شاخص های جامعه آماری با استفاده از سرشماری تمامی عناصر آن انجام گیرد، آن را آمار توصیفی می گویند (مؤمنی و آذر، ۱۳۷۷: ۸). همان طور که اشاره شد، برای دسته بندی داده های جمع آوری شده از صورت های مالی شرکت های نمونه آماری، از نرم افزار اکسل استفاده و از همین نرم افزار نیز برای محاسبه متغیرهای پژوهش به کار گرفته شد. برای ارائه نمایی کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، و حداقل و حداکثر مشاهدات، در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
DEP	۵۸۱	۰/۳۷	۳۶/۱	۰/۶	۰/۸
BREA	۵۸۱	۰/۰۰	۰/۳	۰/۲	۰/۸
SOPH	۵۸۱	-۴	۹۹	۳۲/۵۴	۶۷/۲۳
PRIV	۵۸۱	۰	۱	۱۵/۰	۳۶/۰
UNEM	۵۸۱	۲/۱۰	۵/۱۱	۷/۱۰	۴۷/۰
EXCH	۵۸۱	۹۰/۲۳	۱۰۹/۶۴	۹۷/۵۷	۸۶/۶۴۷
INFL	۵۸۱	۸/۳۹	۱۰۰	۵۳/۶۵	۲۰

منبع: یافته های پژوهش

نمونه گیری استفاده کرد و نتایج را به جامعه تعمیم داد. نمونه را گروهی از اعضای یک جامعه تعریف کرده اند که اطلاعات مورد نیاز پژوهشی به کمک آنها حاصل می شود (خاکی، ۱۳۸۷). در این پژوهش، برای نمونه گیری، از روش نمونه گیری هدفمند (روش حذف سیستماتیک) استفاده شده است. بدین منظور، کلیه شرکت های جامعه آماری دارای شرایط زیر به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده اند:

- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد؛
- معاملات سهام آنها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد؛
- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق قابل دسترس باشد.

فرضیات تحقیق

۱. خصوصی سازی تأثیر معناداری بر شاخص عمق بورس اوراق بهادار دارد؛
۲. خصوصی سازی تأثیر معناداری بر شاخص عرض بورس اوراق بهادار دارد.

یافته های پژوهش

پس از اینکه پژوهشگر در فرایند پژوهش با چهارچوب نظری پیرامون موضوع پژوهش آشنا شد و پژوهش های مرتبط با موضوع را بررسی کرد، خواهد توانست با دیدگاهی وسیع تر و ابعادی جدیدتر درباره موضوع پژوهش خود تحقیق کند و بر این مبنای خواهد توانست براساس چهارچوب نظری پژوهش و روش های به کار گرفته شده در پژوهش های قبلی، روش مناسب را انتخاب کند و به نتایج بهتری دست یابد. روش پژوهش، یکی از مراحل بسیار مهم در انجام پژوهش های علمی است؛ و روش شناختی درست پژوهش باعث می شود از ابزار و روش های معتبر در فرایند بررسی واقعیت ها، کشف مجهولات و حل مشکلات به کار گرفته شود.

آزمون فرضیات تحقیق

در پژوهش حاضر، برای تحلیل مدل از مجموعه داده‌های ترکیبی استفاده شده و آن بدین صورت است که چند شرکت در طول زمان بررسی و تجزیه و تحلیل می‌شوند. در تجزیه و تحلیل داده‌های ترکیبی، محیطی بسیار غنی از اطلاعات برای گسترش تکنیک‌های تخمین و نتایج قابل تحلیل فراهم می‌شود. در بسیاری موارد، پژوهشگران می‌توانند برای مواردی که نمی‌توان به صورت فقط سری زمانی یا فقط مقطعی بررسی کرد، از داده‌های ترکیبی بهره بگیرند.

در داده‌های ترکیبی، ابتدا باید برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده کرد. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچک‌تر باشد، از داده‌های تابلویی و در غیر این صورت از داده‌های تلفیقی استفاده شده است؛ و در صورتی که داده‌ها تابلویی باشند، آزمون هاسمن باید انجام شود. برای بررسی اینکه آیا عرض از مبدأ به صورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی به صورت تصادفی عمل می‌کند، از این آزمون استفاده می‌شود: اگر احتمال آزمون هاسمن کوچک‌تر از ۵ درصد باشد، فرض صفر (اثرات تصادفی) رد و اثرات ثابت انتخاب می‌شود و در صورتی که احتمال آزمون هاسمن بزرگ‌تر از ۵ درصد باشد، فرض صفر رد نمی‌شود و اثرات تصادفی انتخاب می‌شود.

با توجه به نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، روش رگرسیونی مناسب انتخاب و فرضیه‌های پژوهش بر اساس آن تجزیه و تحلیل می‌شود. در صورت استفاده از روش داده‌های تابلویی، هنگامی که تعداد شرکت‌ها از مقاطع دوره زمانی بیشتر باشد، ممکن است مدل‌ها با مشکل ناهمسانی واریانس مواجه شوند. اگر روش به کار گرفته شده اثرات ثابت باشد، نیازی به حل این مشکل نیست؛ زیرا در این روش به گونه‌ای عمل می‌شود که در مراحل انجام کار مشکل همبستگی به طور خودکار حل شود. در صورت استفاده از روش اثرات تصادفی، مشکل ناهمسانی واریانس باید رفع شود. برای رفع این مشکل باید از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل استفاده کرد. در پژوهش حاضر، برای تک‌تک

فرضیه‌ها، آزمون F لیمر و آزمون هاسمن جداگانه انجام و نتایج رگرسیونی به دست آمده با آماره t و احتمال t، آماره F و احتمال آن و ضریب تعیین تجزیه و تحلیل شده است.

نحوه سنجش متغیرها

در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌ها از دو متغیر وابسته استفاده می‌شود: عمق، عرض بازار.

برای اندازه‌گیری عمق بازار، از ترکیب چهار متغیر استاندارد شده شامل تعداد سهام منتشره، ارزش بازار معاملات سهام، نسبت گردش حجم معاملات، و تعداد شرکت‌های پذیرفته شده، و برای اندازه‌گیری عرض بازار از ترکیب سه متغیر استاندارد شده شامل جمع سرمایه ده شرکت برتر، درصد سرمایه هر شرکت در صنایع و نرخ متوسط اندازه شرکت استفاده می‌شود. علت این است که چهار متغیر استاندارد شده مربوط به شاخص عمق و سه متغیر استاندارد شده مربوط به شاخص عرض، هر کدام واحدهای اندازه‌گیری متفاوتی با بقیه دارند، و برای اینکه این اختلاف در واحدهای اندازه‌گیری از بین برود، باید آنها را یکی کرد؛ بنابراین، در این پژوهش، برای یکسان‌سازی مقیاس متغیرها به منظور تجمیع آنها از روش بی‌مقیاس‌سازی نرم استفاده می‌شود. در این روش، مطابق رابطه زیر، هر عنصر بر مجذور مجموع مربعات عناصر تقسیم می‌شود (مؤمنی، ۱۳۹۲).

$$\sqrt{n_{ij}} = a_{ij} / \sqrt{\sum a_{ij}^2}$$

آزمون فرضیه اول

رابطه خصوصی‌سازی و شاخص عمق بورس اوراق بهادار از لحاظ آماری برای متغیر مستقل خصوصی‌سازی به شرح زیر است:

$$H_0 : b_s = \hat{\beta}_s$$

$$H_1 : b_s \neq \hat{\beta}_s$$

برای بررسی فرضیه اول، ابتدا باید از آزمون F لیمر و سپس برحسب نیاز از آماره هاسمن استفاده شود.

جدول ۴. اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون برای فرضیه اول

F-statistic	ضریب تعیین (R2)
۱۷,۲۱	۰,۱۱

منبع: یافته های پژوهش

با توجه به آنچه در مبانی نظری عنوان شد، انتظار می رفت که رابطه بین خصوصی سازی و شاخص عمق بورس اوراق بهادار مثبت باشد. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۳ نیز ارتباط مثبت و معناداری بین این دو متغیر مشاهده می شود. آماره t برای این رابطه، مقدار ۳/۲۸ است که از مقدار جدول کوچکتر است. همچنین برای سطح معناداری مقدار ۰/۰۰۱ به دست آمده که از سطح اطمینان ۰/۰۵ کوچکتر است. بنابراین فرض H_0 رد و فرض H_1 مبنی بر تأثیر خصوصی سازی بر شاخص عمق بورس اوراق بهادار پذیرفته می شود.

در باره اعتبار کلی مدل رگرسیون، با توجه به مقدار F و سطح معناداری به دست آمده در جدول ۴، می توان گفت که مدل از لحاظ آماری معنادار است. R^2 با مقدار ۰/۱۱ نشان می دهد که می توان ۱۱٪ از تغییرات در شاخص عمق بورس اوراق بهادار را با استفاده از متغیر خصوصی سازی توضیح داد.

نتایج برآورد مدل در جدول ۳ نشان می دهد که بین هیچ یک از متغیرهای کنترلی با شاخص عمق بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود ندارد؛ زیرا سطوح معناداری متغیرهای کنترلی مورد نظر از سطح اطمینان ۰/۰۵ بزرگتر است.

آزمون فرضیه دوم

رابطه خصوصی سازی و شاخص عرض بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ آماری برای متغیر مستقل خصوصی سازی به شرح زیر است:

$$H_0 : b_s = \hat{\beta}_s$$

$$H_1 : b_s \neq \hat{\beta}_s$$

نتایج آزمون F لیمر

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۲، مقدار P. Value برای F لیمر، عدد ۰,۰۰۰ است ($P < 0.5/0$)؛ و این نشان می دهد که برای آزمون این فرضیه باید از روش داده های تابلویی استفاده کرد. در ادامه، برای بررسی حالت های مختلف روش تابلویی، از آزمون هاسمن استفاده می شود.

نتایج آزمون هاسمن

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۲، مقدار P. Value برای آزمون هاسمن، عدد ۰/۰۰۰ است، بنابراین فرض اول رد نمی شود؛ و این مقدار نشان می دهد که باید از روش اثرات تصادفی استفاده شود، در نتیجه در ادامه، آزمون رگرسیون به روش داده های تابلویی اثرات تصادفی انجام می شود.

جدول ۲. اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده

برای آزمون فرضیه اول پژوهش

نوع آزمون	مقدار محاسبه شده آماری	P. Value	نتیجه
F لیمر	۳,۴۵	۰,۰۰۰	داده های تابلویی
آزمون هاسمن	۵,۴۲	۰,۲۴۶	اثرات تصادفی

منبع: یافته های پژوهش

نتایج آزمون رگرسیون

برای تخمین مدل رگرسیون، از روش GLS استفاده می شود. نتایج این آزمون در جدول های ۳ و ۴ ارائه شده است.

جدول ۳. اطلاعات مربوط به معنی داری متغیرها

برای فرضیه اول

نام متغیر	نماد متغیرها	ضرایب	t-Statistic	P. Value
عرض از مبدأ	C	-۰,۳۱۶	-۱,۴۳	۰,۱۵۲
خصوصی سازی	Priv	۰,۰۲۹	۳,۲۸	۰,۰۰۱
نرخ بیکاری	unem	۰,۰۰۴	۰,۲۴	۰,۸۰۹
نرخ ارز	exch	۰,۰۰۰	۰,۹۲	۰,۳۵۹
نرخ تورم	Infl	-۰,۰۰۱	-۰,۷۸	۰,۴۳۶

منبع: یافته های پژوهش

می‌شود. نتایج این آزمون در جدول‌های ۶ و ۷ ارائه شده است.

با توجه به آنچه در مبانی نظری عنوان شد، انتظار می‌رفت که رابطه بین خصوصی‌سازی و شاخص عرض بورس اوراق بهادار مثبت باشد؛ اما با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در جدول ۶، ارتباط معناداری بین این دو متغیر مشاهده نمی‌شود.

جدول ۶. اطلاعات مربوط به معنی‌داری متغیرها برای فرضیه دوم

نام متغیر	نماد متغیرها	ضرایب	t-Statistic	P.Value
عرض از خصوصی	C	-۰,۳۶۸	-۲,۳۱	۰,۰۲۱
نرخ بیکاری	Unem	-۰,۰۱۴	-۱,۱۷	۰,۲۴۳
نرخ ارز	Exch	۰,۰۰۰	۲,۱۸	۰,۰۲۹
نرخ تورم	Infl	-۰,۰۰۲	-۲,۰۶	۰,۰۴

منبع: یافته‌های پژوهش

آماره t برای این رابطه، مقدار ۰/۶۶ است که از مقدار جدول بزرگ‌تر است. همچنین برای سطح معناداری مقدار ۰/۵۰۸ به‌دست آمده که از سطح اطمینان ۰/۰۵ بزرگ‌تر است. بنابراین فرض H1 رد و فرض H0 مبنی بر عدم تأثیر خصوصی‌سازی بر شاخص عرض بورس اوراق بهادار پذیرفته می‌شود.

جدول ۷. اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون برای فرضیه دوم

F-statistic	ضریب تعیین (R2)
۶,۳۴	۰,۱۷
	۰,۰۱

منبع: یافته‌های پژوهش

درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون، با توجه به مقدار F و سطح معناداری به‌دست‌آمده در جدول ۷، می‌توان گفت که مدل از لحاظ آماری معنادار نیست.

برای بررسی فرضیه دوم، ابتدا باید از آزمون F لیمر و سپس برحسب نیاز از آماره هاسمن استفاده شود.

نتایج آزمون F لیمر

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در جدول ۵، مقدار P.Value برای F لیمر، عدد ۰,۰۰۰ است ($P < ۰.۰۵$)؛ و این نشان می‌دهد که برای آزمون این فرضیه باید از روش داده‌های تابلویی استفاده کرد. در ادامه، برای بررسی حالت‌های مختلف روش تابلویی، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

نتایج آزمون هاسمن

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در جدول ۵، مقدار P.Value برای آزمون هاسمن، عدد ۰/۸۱۸ است، بنابراین فرض اول رد نمی‌شود؛ و این مقدار نشان می‌دهد که باید از روش اثرات تصادفی استفاده شود، در نتیجه در ادامه، آزمون رگرسیون به روش داده‌های تابلویی اثرات تصادفی انجام می‌شود.

جدول ۵. اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه دوم پژوهش

نوع آزمون	مقدار محاسبه شده آماری	P. Value	نتیجه
F لیمر	۱۰,۲۸	۰,۰۰۰	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۰,۹۳	۰,۸۱۸	اثرات تصادفی

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون رگرسیون

برای تخمین مدل رگرسیون، از روش GLS استفاده الکترونیکی به نرم‌افزار مورد استفاده در تجزیه و تحلیل نهایی منتقل شوند. در این پژوهش، جهت انجام تحلیل‌های نهایی، از نسخه ۸ نرم‌افزار Stata استفاده شده است.

$$\text{Dep } i,t = \hat{\alpha}1 + \hat{\alpha}2 \text{ Pri } i,t + \hat{\alpha}3 \text{ Infl } i,t + \hat{\alpha}4 \text{ Exch } i,t + \hat{\alpha}5 \text{ unem } i,t + \epsilon$$

مدل اول

$$\text{Bre } i,t = \hat{\alpha}1 + \hat{\alpha}2 \text{ Pri } i,t + \hat{\alpha}3 \text{ Infl } i,t + \hat{\alpha}4 \text{ Exch } i,t + \hat{\alpha}5 \text{ unem } i,t + \epsilon$$

مدل دوم

فرایند خصوصی‌سازی منجر می‌شود و اجرای مطلوب برنامه‌های خصوصی‌سازی، رشد و توسعه فعالیت‌های بورس اوراق بهادار را در پی دارد.

موضوع خصوصی‌سازی و واگذاری شرکت‌های تحت مالکیت دولت به بخش خصوصی، یکی از مسائل مهم و روز اقتصاد ایران است. مقام معظم رهبری با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و تأکید بر استفاده از بورس اوراق بهادار در واگذاری سهام شرکت‌های دولتی، زمینه بسیار مناسبی را برای تحدید فعالیت‌های تصدی‌گری دولت و واگذاری آنها به بخش غیردولتی و نیز توسعه و گسترش فرهنگ سهامداری در کشور فراهم کرده‌اند.

هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر شاخص‌های عمق و عرض بورس اوراق بهادار تهران بود. جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ را دربر می‌گرفت و برای بررسی رابطه خصوصی‌سازی با توسعه بازار سهام، از مدل رگرسیون ترکیبی استفاده شد. نتایج تحقیق نشان داد که خصوصی‌سازی تأثیر مثبت و معناداری بر شاخص عمق بورس اوراق بهادار دارد اما بین خصوصی‌سازی و شاخص عرض بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری مشاهده نشد.

پیشنهاد‌های مبتنی بر نتایج تحقیق

نتایج بدست‌آمده از این تحقیق نشان می‌دهد که رابطه بین خصوصی‌سازی و شاخص عمق بورس اوراق بهادار مثبت است. از آنجاکه عمق بازار، متغیری جامعه‌محور و سرمایه‌محور است، پیشنهاد می‌شود که دولت با اتخاذ سیاست‌های مناسب ترغیبی و تشویقی جهت افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران و ایجاد انگیزه در مردم برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، درجهت توسعه هرچه بیشتر بورس اوراق بهادار در کشور گام بردارد. همچنین، با توجه به نتایج بدست‌آمده، رابطه

R2 با مقدار ۰/۰۱ نشان می‌دهد که فقط می‌توان ۱٪ از تغییرات در شاخص عرض بورس اوراق بهادار را با استفاده از متغیر خصوصی‌سازی توضیح داد. نتایج برآورد مدل در جدول ۶ نشان می‌دهد که بین متغیرهای کنترلی نرخ ارز و نرخ تورم با شاخص عرض بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود دارد؛ اما تأثیر نرخ بیکاری بر شاخص عرض بورس اوراق بهادار تهران معنادار نیست.

بحث و نتیجه‌گیری

خصوصی‌سازی از جمله عوامل مؤثر بر توسعه بازار سهام است و به‌عنوان یک سیاست اقتصادی بر این فرضیه استوار است که کارایی مالکیت و مدیریت خصوصی از نظر تخصیص منابع، بیشتر از بخش عمومی است. با توجه به پیشینه خصوصی‌سازی، هدف از خصوصی‌سازی در سه حوزه مالی، اقتصادی، و اجتماعی سیاسی عبارت است از: افزایش کارایی بنگاه‌ها، توزیع مناسب درآمد، کوچک‌سازی دولت، گسترش بازار سرمایه، ... از طریق واگذاری مالکیت و مدیریت بنگاه‌های اقتصادی دولتی به بخش غیردولتی.

بازار سرمایه و به‌طور مشخص، بورس اوراق بهادار، اگرچه سازوکاری مؤثر در اجرای برنامه‌های گسترده خصوصی‌سازی است و کارآمدی عملکرد آن با توجه به ساختار تنظیمی و نظارتی مدرن، زیرساخت‌های فنی و نیروی کار آموزش‌دیده، احتمال موفقیت واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی را به میزان زیادی افزایش می‌دهد و شرکت‌های واگذار شده به بخش خصوصی از اجرای این برنامه‌ها منتفع می‌شوند، اما بررسی‌ها نشان می‌دهد که گسترش برنامه‌های خصوصی‌سازی با رشد سریع حجم معامله‌ها در بورس‌های اوراق بهادار همراه بوده است؛ به عبارت دیگر، خصوصی‌سازی و بورس اوراق بهادار اگرچه در ظاهر ابزار اجرای سیاست به‌نظر می‌رسند، در عمل دو عامل تأثیرگذار بر یکدیگر محسوب می‌شوند: عملکرد کارآمد بورس اوراق بهادار به افزایش کارایی

کتابنامه

- آذر، عادل و منصور مومنی. ۱۳۷۷. آمار و کاربرد آن در مدیریت. چاپ هشتم. تهران: انتشارات سمت.
- حافظ‌نیا، محمدرضا. ۱۳۸۲. مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی. چاپ هشتم. تهران: انتشارات سمت.
- خاکی، غلامرضا. ۱۳۸۷. روش تحقیق در مدیریت. تهران: مرکز انتشارات علمی دانشگاه آزاد اسلامی.
- خالقی، نوید. ۱۳۸۹. تأثیر محافظه‌کاری بر روی تعداد دفعات پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه اصفهان.
- خدایی، ایمان. ۱۳۷۹. بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بورس اوراق بهادار تهران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی - گرایش مدیریت مالی)، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده علوم اداری.
- رضایی دولت‌آبادی، حسین؛ صمدی، سعید؛ ناجی زواره، حسام. ۱۳۹۰. «تحلیل تأثیر خصوصی‌سازی بر توسعه بازار سهام در ایران»، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ش ۷، ص ۴-۲.
- صادقی آردی، مهدی. ۱۳۸۹. ارزیابی تأثیرات خصوصی‌سازی بر عملکرد شرکت توزیع برق استان مازندران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی - گرایش مالی)، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد بابل، دانشکده علوم اقتصادی و اداری.
- صفازاده پاریزی، غلامرضا. ۱۳۸۱. «مروری بر سیاست‌های خصوصی‌سازی و بررسی عملکرد آن در فاصله سال‌های ۱۳۶۸-۱۳۸۰ در کشور»، پژوهشنامه اقتصادی، ص ۱۱۵-۱۳۳.
- فتحی، سعید و عسگر نژاد نوری، باقر. ۱۳۸۸. «بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر روی توسعه بازار سهام»، بررسی‌های بازرگانی، ش ۳۸، ص ۸۰-۷۹.
- لباف، حسین و داوری، محمدرضا. ۱۳۸۵. «اصلاحات ساختاری در دستگاه‌های اداری دولت، فصلنامه تحول اداری، دوره ۱۰، ش ۵۳.
- موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، (۱۳۷۴)، "مجموعه مقالات. خصوصی‌سازی-۱"، - موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، چاپ اول.
- مدائنی، مطهره. ۱۳۹۱. اثرات خصوصی‌سازی بر توسعه بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی - گرایش مالی)، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد بابل، دانشکده علوم انسانی.
- مؤمنی، م. ۱۳۹۲. مباحث نوین تحقیق در عملیات. چاپ پنجم. تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- Balasoorya, Asoka; Quamrul, Alam; Ken, Coghill. 2008. "Market-Based Reforms and Privatization in Sri Lanka", Internatinal

معناداری بین خصوصی‌سازی و شاخص عرض بورس اوراق بهادار ندارد؛ و برای ایجاد رابطه‌ای مثبت و معنادار بین این دو متغیر، باید درجهت متنوع‌سازی بازار کوشید و از آنجا که شاخص عرض از شاخص‌های توسعه بورس اوراق بهادار، بحثی شرکت‌محور است، باید شرکت‌های بیشتر و بیشتری را وارد بازار کرد: هرچه تعداد شرکت‌ها، انتخاب آنها از صنایع مختلف، اندازه متفاوت کوچک و بزرگ از یک صنعت (تنوع بازار) بیشتر باشد، عرض بازار بیشتر خواهد شد.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

در این پژوهش، تأثیر سه متغیر کنترل‌نرخ بیکاری، نرخ ارز و نرخ تورم بر توسعه بورس اوراق بهادار بررسی شد. شایان ذکر است که از آنجا که متغیر خصوصی‌سازی خود شاخصی از شاخص‌های کلان اقتصادی است، هر سه متغیر کنترلی انتخابی از شاخص‌های کلان اقتصادی بوده‌اند. بنابراین پیشنهاد می‌شود که در آینده، تأثیر سایر متغیرهای کنترلی نظیر نرخ مالیات، نرخ بهره بانکی و غیره بر توسعه بورس اوراق بهادار بررسی شود.

همچنین، در این پژوهش، تنها بورس اوراق بهادار ایران به‌عنوان جامعه آماری انتخاب شده است، در حالی که با در نظر گرفتن بورس اوراق بهادار چند کشور خارجی و فراهم آوردن امکان مقایسه نتایج به دست آمده از بررسی بورس اوراق بهادار کشورهای مورد پژوهش می‌توان از نتایج حاصل اطمینان بیشتری کسب کرد. بنابراین پیشنهاد می‌شود این پژوهش در سطح بین‌المللی نیز انجام شود.

پیشنهاد دیگر این است که درباره آزادسازی و توسعه بازار سهام نیز تحقیقی انجام شود؛ چرا که یکی از موضوعات مهم در حوزه پژوهش‌های مالی، درک تأثیر آزادسازی مالی بر هزینه سرمایه و تغییرپذیری و بازدهی دارایی و سرمایه‌گذاری و به‌طور کلی تحریک توسعه بازارهای سرمایه داخلی است.

- Journal of Public Sector Management 21, 58-73.
- Boutchkova, Maria K. & Magginson, William L. 2002. "Privatization and the Rise of Global Capital Markets", *Financial Management* 29(4), 31-76.
- Baltagi, B. H. 2005. *Econometric Analysis of Panel Data*. Publisher: John Wiley & Sons Inc. 3rd Edition, p 314. New York, USA.
- Bortolotti, Bernardo; Dejong; Giovanni, Nicodano; Iboya, Schindele. 2007. "Privatization and Stock Market Liquidity", *Journal of Banking and Finance* 31, 297-316.
- Boubakri, Narjess & Hamza, Oifa. 2007. "The Dynamics of Privatization; The Legal Environment and Stock Market Development", *International Review of Financial Analysis* 16, 304-331.
- Boubakri, Narjess; Samy Ben Naceur; Ghazouani, Samir. 2010. "Privatization and Financial Market Development in Emerging Countries: A Comparative Study", *Journal of Middle East Development* 2, 229-250.
- Boubakri, Narjess, Cosset Jean, Claude; Walid, Saffar. 2012. "The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-Taking: Evidence from privatization", University of Shajah, *Journal of Financial economics* 3, 641-658.
- Farinos, Joes; Garcia C., Joes & Ma Ibanez, Ana. 2007. "Operating and Stock Market Performance of State-Owned Enterprise Privatization: The Spanish Experience". *Journal of International Review of Financial Analysis* 16, 367-389.
- Kerr, Jarrod; Qui Mei; C. Rose Lawrence. 2008. "Privatization in New Zealand and Australia: An Empirical Analysis", *Journal of Managerial Finance* 34, 41-52.
- Miller, Robert M. 2002. "The Impact of Privatization on Stock Market Development", *Department of Economics, University of Illinois at Urbana-champaign*.
- Momtauddin, Ahmed, et al. 1999. "Promotion of Private Investment for Industrial Development in Bangladesh", Report Prepared for PARC, Dhaka.
- Okten, Cagla & Arin, K. Peren. 2006. "The Effects of Privatization on Efficiency: How Does Privatization Work?" *Journal of World Development* 34(9), 1537-1556.
- Torre, Augusto D.L.; Gozzi, Juan Carlos; Schmukler, Sergio L. 2006. "Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms?", available at: [http://www.worldbank.org/laccapitalmarkets%http://www.worldbank.org/laccapitalmarkets"htp://www.worldbank.org/laccapitalmarkets](http://www.worldbank.org/laccapitalmarkets%http://www.worldbank.org/laccapitalmarkets).