

تأثیر اجرای برنامه خصوصی سازی در شاخص قیمت بورس تهران (TEPIX)

دکتر سهیلا خوشنویس یزدی^{۱*}، ابراهیم خوش قامت^۲

تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۲/۱۸

تاریخ دریافت: ۹۵/۶/۲۳

چکیده

در این مطالعه با بررسی داده‌های فصلی شاخص قیمت سهام بورس تهران، نقدینگی، واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بخش غیردولتی از طریق بورس و مجموع واگذاری سهام در طی سال‌های (۹۳-۱۳۸۲) و جمع آوری حدود ۴۸ نمونه و با استفاده از مدل خودرگرسیون برداری فرض تأثیرپذیری شاخص قیمت سهام بورس تهران از متغیرهای مستقل مذکور را آزمون کرده و براساس نتایج حاصل از تخمین مدل شاخص قیمت بورس تهران در سال‌های مذکور تأثیر مثبت از واگذاری‌ای بورسی و حجم نقدینگی گرفته و البته تأثیر کل واگذاری‌های سهام شرکت‌های دولتی در این شاخص منفی بوده است.

شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران (TEPIX) از مهمترین متغیرهای اقتصادی مورد محاسبه در اقتصاد ایران بوده و با توجه به اجرای برنامه خصوصی سازی در سال‌های اخیر در کشور بررسی آثار این برنامه در شاخص بورس می‌تواند اهمیت بالایی در تصمیم‌گیری اقتصادی و بررسی‌های مطالعاتی داشته باشد. علاوه بر واگذاری‌های بنگاه‌های دولتی به بخش غیر دولتی توسط بورس، دو متغیر حجم نقدینگی و کل واگذاری‌ها نیز در بررسی این آثار بر شاخص می‌توانند مؤثر باشند که در این پایان نامه به این موضوع پرداخته شده است.

کلیدواژه‌ها: شاخص قیمت بورسی اوراق بهادار تهران (TEPIX)، خصوصی سازی، نقدینگی، مدل خودرگرسیون برداری (VAR)، ایران.

مقدمه

خود، کاستن از بار اجرایی و افزودن به توان نظارتی است؛ موضوعی که با عنوان خصوصی سازی و در اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ در کشور ما سابقه‌ای بیش از یک دهه دارد. در هر نظام اقتصادی، یکی از مهم‌ترین نهادهای اقتصادی فعال در دو حوزه بازارهای مالی و بازار کالا و خدمات، بازارهای سرمایه است. در واقع، بازار سرمایه یا بورس با جذب پس‌اندازهای جزء و کوچک و یکجا کردن آنها، این منابع را

با بررسی ساختار اقتصادی کشورهای پیشرفته می‌توان به روابط ارزشمند و معنی‌داری در ارتباط بین متغیرها دست یافت. رشد بالای اقتصادی با کاهش نرخ بهره و تورم، بهبود شرایط کار و فضای کسب و کار، ... همه و همه فقط در صورت برنامه‌ریزی صحیح در محور توسعه پایدار و همه‌جانبه امکان پذیر است. یکی از اقدامات اصلی دولت‌ها در مسیر رشد اقتصادی

می‌شد و به شکلی غیرمنسجم و غیرهماهنگ در بسیاری از دستگاه‌ها صورت می‌پذیرفت، به‌صورت فرایندی منسجم و یکپارچه با چهارچوب و اهداف تعیین‌شده در دستور کار دولت قرار گیرد. بنابراین، خصوصی‌سازی در سال‌های پس از ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی به‌ویژه در سال‌های اخیر با سرعتی بالا به پیش رفته است (رضایی دولت‌آبادی و همکاران، ۱۳۹۰).

برنامه خصوصی‌سازی و کوچک‌سازی ابعاد دولت براساس سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران، در دهه اخیر روند جدی‌تری به خود گرفته است. واگذاری بیش از ۱,۳۰۰,۰۰۰ میلیارد ریال (۱۳۰ هزار میلیارد تومان) از سهام شرکت‌های دولتی به بخش غیردولتی در سال‌های اخیر (از سال ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۹۳)، سهم قابل‌توجهی از سهام در اختیار دولت را به بخش غیردولتی منتقل کرده است. این برنامه را می‌توان یکی از دلایل ایجاد پویایی در بازارهای مالی کشور و به‌خصوص بازار بورس دانست (سایت سازمان خصوصی‌سازی).^۱

واگذاری از طریق بازار سرمایه (بورس) در کنار روش‌های مزایده، مذاکره و پیمان مدیریت، حدود ۸۳۲,۰۰۰ میلیارد ریال (۸۳ هزار میلیارد تومان) از کل واگذاری‌ها را در دهه اخیر به خود اختصاص داده که با توجه به کل واگذاری‌ها بیش از ۶۴٪ از مجموعه واگذاری‌ها به روش بورس و فرابورس صورت گرفته است. شاخص قیمت سهام بورس تهران (TEPIX) در سال‌های اخیر به‌همراه رشد واگذاری‌ها و به‌خصوص واگذاری از طریق بورس اوراق بهادار و فرابورس رشد چشمگیری داشته به طوری که این شاخص از رقم حدود ۲۵,۰۰۰ واحد در ابتدای سال ۱۳۸۵ به حدود ۸۰,۰۰۰ واحد در پایان سال ۱۳۹۲ رسیده است. بورس و فرابورس، از مهم‌ترین بازارهای متشکل سرمایه جهت مبادله سهام شرکت‌ها محسوب می‌شوند. به‌طور کلی، بازار بورس بسیار رسمی‌تر و قاعده‌مندتر از بازار فرابورس است. در بازار فرابورس، بیشتر شرایط معاملات را طرفین مبادله تنظیم می‌کنند و با نظارت این بازار به‌اجرا درمی‌آوردند

به بخش مولد اقتصاد با سازوکار منظم خود پرداخت می‌کند. (اسکندری و محمدی، ۱۳۹۳)

در سال‌های اخیر، شاخص بورس تهران (TEPIX)^۱ با وجود نوسانات زیاد، روندی صعودی و رو به رشد داشته است. همزمانی این موضوع با افزایش واگذاری‌های شرکت‌های دولتی از طریق بورس و فرابورس به بخش غیردولتی، باعث انتخاب این موضوع شده است. (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۸۴)

بورس اوراق بهادار یکی از اجزا و بخش‌های اصلی بازار سرمایه است که نقش اصلی آن جذب و هدایت پس‌اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده در جامعه به سوی مسیرهای بهینه است که در جهت ایفای مطلوب این بخش وجود بازاری کارآمد و قوی به منظور بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آنها به مسیرهای بهینه، احساس می‌شود زیرا اگر سرمایه‌گذاران با توجه به برداشت خود و یا در مسیر چگونگی میزان عرضه و تقاضا سهام در بورس، اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند، ممکن است به نتایج زیانباری دست یابند که منجر به بی‌اعتمادی آنها به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و بالاخص در بورس اوراق بهادار شود. (حمیدی درخت بید، ۱۳۸۹)

بیان مسئله تحقیق

سازمان خصوصی‌سازی به‌عنوان تنها نهاد مجری سیاست‌های اقتصادی دولت در زمینه اجرای فرایند خصوصی‌سازی^۲، در راستای ابلاغیه مقام معظم رهبری پیرامون سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و قانون اجرای سیاست‌های یادشده، و با اهداف «کاستن از بار مالی و دیریتی دولت در تصدی فعالیت‌های اقتصادی»، «گسترش مالکیت در سطح عموم مردم به‌منظور تأمین عدالت اجتماعی»، و «ارتقای کارایی بنگاه‌های اقتصادی»، برنامه‌هایی ترسیم و به مرحله عمل گذاشته است. در واقع، ابلاغیه و قانون مذکور موجب شد موضوع خصوصی‌سازی که قبل از آن به‌صورت پراکنده در قوانین موجود به آن توجه

1. Tehran Exchange Price Index

2. Privatization

3. www.ipo.ir

درآمد ملی و نرخ بهره اثر مثبت در رشد بورس تهران دارند. ولیخانی دهقانی و همکاران (۲۰۱۳) اثر تغییر ساختار مالکیت در بنگاه‌های واگذار شده به بخش خصوصی را در بورس تهران بررسی نموده و به این نتیجه رسیدند که خصوصی سازی و تغییر مالکیت از دولتی به خصوصی نقش با اهمیتی در متغیرهای بورسی شرکت‌های واگذار شده ندارد. لاهه^۲ (۲۰۱۴) در مطالعه خود با نام آیا با اجرای خصوصی سازی احیا صنایع ریلی در آفریقا تحقق می‌یابد؟ نشان داد که خصوصی سازی در برخی کشورهای آفریقایی تأثیر معنی داری در رشد صنایع و بازارهای سرمایه و بخصوص صنایع ریلی این کشورها ندارد.

تقی زاده ایرانی و همکاران (۲۰۱۴) در مقاله خود به زبان انگلیسی بررسی تأثیر خصوصی سازی در دستیابی به اندازه و شکل بهینه بنگاه جهت فعالیت هوشمند در بازار سرمایه پرداخته و به نتایج مثبت در خصوص تأثیر نوع مالکیت در موفقیت بنگاه‌ها دست یافتند.

تحقیقات داخلی

تاکنون مطالعات زیادی در حوزه نقش عوامل مختلف در بهبود بازار سرمایه و بورس در کشورهای مختلف صورت گرفته است همچنین می‌توان مطالعات خارجی زیادی در موضوع نقش خصوصی سازی در بورس و بازار سرمایه مشاهده نمود ولی با توجه به جدید بودن اجرای سیاست واگذاری در ایران و رشد متناسب بازار بورس در سال‌های اخیر و در داخل کشور مطالعات چندانی در این زمینه صورت نگرفته است و اکثر مطالعات داخلی معطوف به نقش خصوصی سازی در متغیرهای اصلی اقتصادی از جمله بیکاری، تورم، بهره‌وری و ... می‌باشد. در ادامه برخی از مطالعات صورت گرفته در داخل کشور در این حوزه آورده خواهد شد.

صمدی (۱۳۸۵) به بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی با شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار ایران پرداخت و مشخص نمود که ارتباط معناداری بین رشد اقتصادی و رشد نقدینگی با شاخص قیمت سهام وجود دارد.

درحالی که در بورس همه شرایط استاندارد شده و از طریق خود بازار در معاملات تأثیرگذار است.

با توجه به اهمیت بورس اوراق بهادار به عنوان متشکل ترین بازار سرمایه در هر کشور و نقش بالای این بازار در جهت‌دهی سرمایه‌گذاری‌ها از پس‌انداز به تولید و اشتغال، بررسی نقش اجرای برنامه خصوصی سازی در روند رو به رشد بازار سرمایه و به خصوص شاخص قیمت سهام ضروری است. این موضوع، کاربردهای راهبردی بسیاری در حوزه بازار سرمایه و اقتصاد ایران دارد. (سایت سازمان خصوصی سازی)

اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ و واگذاری بنگاه‌های دولتی به بخش غیردولتی، در سال‌های اخیر، تأثیر نسبتاً زیادی در بهبود فضای کسب و کار و رونق حوزه غیردولتی در اقتصاد ایران داشته است. بورس اوراق بهادار نیز در سال‌های اخیر در مجموع روندی صعودی در شاخص قیمت خود داشته است.

به‌طور کلی، واگذاری سهام دولتی به ۵ روش صورت گرفته است: مزایده، مذاکره، تهاجر و رد دیون دولتی، تخصیص سهام عدالت، و روش بورس (و فرابورس) که شناسایی و بررسی میزان تأثیر واگذاری‌ها به روش بورس و فرابورس در توسعه بازار بورس تهران، هدف اصلی این مقاله است. علاوه بر این هدف، اثر رشد نقدینگی در شاخص قیمت بورس نیز در این مقاله بررسی می‌شود.

پیشینه تحقیق

تحقیقات خارجی

مهمترین مطالعه صورت گرفته که مرتبط با موضوع واگذاری‌ها و رشد بازار سرمایه می‌باشد. دورا و گروبل^۱ (۲۰۱۲) در مقاله‌ای با عنوان اثر خصوصی سازی بر ریسک بانکداری در تونس نشان دادند که تغییر مالکیت در بانکداری به کاهش ریسک و رشد بازار سرمایه در تونس منجر شده است.

فتحی و همکاران (۲۰۱۲) با بررسی اثر متغیرهای اقتصادی منتخب بر بازار بورس تهران مشخص نمودند که

آمده نشان می‌دهد که به ترتیب نسبت قیمت بر درآمد، سیر تاریخی قیمت سهام، عایدی هر سهم و میزان بازدهی دارایی‌ها بیشترین تأثیر را بر شاخص قیمت سهام دارا می‌باشد. هدف کلی تحقیق و نتایج استخراج شده می‌توان دریافت که عوامل متنوعی بر شاخص قیمت سهام در تمامی بورس اوراق بهادار تأثیرگذار می‌باشند با توجه به این که سطح نفوذپذیری متغیرها روی شاخص قیمت سهام می‌تواند بر اساس شرایط در هر کشور متفاوت باشد.

مقاله "الگو سازی و پیش بینی شاخص بورس اوراق بهادار تهران و تبیین متغیرهای مؤثر بر آن" توسط مهرآرا و همکاران (۱۳۸۸) تدوین شده است، با بررسی های انجام شده در این تحقیق، مدلی بهینه برای پیش‌بینی شاخص قیمت و بازده نقدی مبتنی بر رویکرد شبکه عصبی GMDH^۲ استخراج شده است که علاوه بر دستیابی به پیش‌بینی‌های "شرطی" شاخص قیمت و بازده نقدی بورس تهران، متغیرهای تأثیرگذار اقتصادی بر شاخص نیز مشخص شده‌اند.

رضایی دولت‌آبادی، صمدی و ناجی زواره (۱۳۹۰) در مقاله‌ای با عنوان تحلیل تأثیر خصوصی‌سازی بر توسعه بازار سهام در ایران، با استفاده از آزمون پرون به بررسی نقاط شکست ساختاری احتمالی در نه مقطع زمانی، با توجه به روند خصوصی سازی پرداخته‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان می‌دهد خصوصی‌سازی تأثیری بر توسعه بازار سهام ندارد. در واقع، خصوصی‌سازی باعث توسعه بازار سهام نشده است که علت این امر را می‌توان در سیاست‌های اشتباه اتخاذ شده در برنامه‌های خصوصی‌سازی ایران جستجو کرد. بر همین اساس پیشنهادهایی ارائه گردیده است.

فلیجی و مروت (۱۳۹۱) در مقاله بررسی اثرات خصوصی‌سازی از طریق بازار بورس اوراق بهادار بر رشد اقتصادی در ایران با رویکرد سیستم دینامیکی، نشان دادند که نتایج نشان داده است که رونق خصوصی‌سازی بر رشد اقتصادی، اثر مثبتی داشته لذا توصیه می‌شود که بر افزایش سرمایه‌گذاری‌های خصوصی کشور در ابعاد گوناگون برنامه‌ریزی شده و در برنامه‌های رشد، روی آن مطالعه و توجه

کریم‌زاده (۱۳۸۶) به بررسی رابطه بلند مدت شاخص قیمت سهام بورس با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش هم‌جمعی در اقتصاد ایران پرداخت و رابطه مثبت بین حجم نقدینگی و شاخص قیمت سهام را اثبات نمود.

صمدی و همکاران (۱۳۸۶) در مقاله‌ای با عنوان "بررسی میزان اثرپذیری شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران از قیمت جهانی نفت و طلا" نشان دادند که تأثیر شاخص قیمت جهانی طلا بر شاخص قیمت سهام بورس تهران نسبت به تأثیر شاخص قیمت جهانی نفت بیشتر است به عبارت دیگر با وجود تأثیرات انکارناپذیر تغییرات قیمت جهانی نفت بر بسیاری از متغیرهای اقتصاد کلان، به دلیل کوچک بودن بازار سرمایه ایران و وقفه در اثرگذاری تغییرات قیمت نفت بر سودآوری و قیمت سهام شرکت، شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران واکنش محدودی در قبال تغییرات قیمت جهانی نفت داشته است. همچنین با توجه به شناخت اغلب خانوارها از سرمایه‌گذاری در زمینه طلا نسبت به سایر بازارهای سرمایه، سرمایه‌گذاری در طلا به عنوان یک رقیب جدی برای بازار سرمایه است. براین اساس واکنش شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به تغییرات قیمت جهانی طلا شدیدتر از تغییرات قیمت جهانی نفت است. بنابراین براساس تغییرات شاخص قیمت جهانی طلا، تغییرات شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران قابل پیش‌بینی است.

اولویت‌بندی عوامل مالی مؤثر بر شاخص قیمت در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش TOPSIS^۱ عنوان مطالعه‌ای می‌باشد که توسط مرتضی و پاکدین امیری در سال ۱۳۸۸ صورت گرفته است، هدف از انجام تحقیق رتبه بندی عوامل مالی مؤثر در سطح جامعه آماری مورد مطالعه یعنی بورس اوراق بهادار تهران بوده است. در این تحقیق با جمع آوری داده‌های مورد نیاز با استفاده از ابزارهای مراجعه به اسناد، مدارک، مصاحبه با کارشناسان و به ویژه پرسشنامه و از تکنیک TOPSIS برای تجزیه و تحلیل و تبیین مدل هدف‌گذاری تحقیق بهره گرفته شده است، نتایج بدست

1. Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution

کافی مبذول گردد.

بر اساس این مطالعه طی سالهای اخیر، شرایط اقتصادی و همچنین شرایط سیاسی از قبیل تحریمها، چارچوب قوانین بودجه سنواتی و سیاستهای دولت‌های گذشته، بر عملکرد واگذاریها اثرگذار بوده است، به طوریکه فرآیند اجرای برنامه خصوصی سازی کشور را با چالش‌هایی همراه نموده است. عمده چالش‌های فراروی خصوصی سازی طی سال‌های اخیر عبارتند از:

- سهم اندک بخش خصوصی از واگذاریها؛
- موفقیت اندک در فروش بنگاه‌های عرضه شده؛
- حجم اندک تعداد شرکت‌های واگذار شده بر اساس برنامه زمانی واگذاریها؛
- عدم جذب سرمایه‌های خارجی در فرآیند خصوصی سازی؛
- تضعیف مدیریت بنگاه‌ها به دلیل تعداد زیاد سهامداران جزء بنگاه‌های واگذار شده؛
- عدم امکان عرضه سهام شرکت‌های داخلی در بازارهای خارجی؛
- ابهام در افزایش بهره‌وری بنگاه‌های واگذار شده؛
- عدم شفافیت در برخی از واگذاریها؛
- عدم تکمیل طرح توزیع سهام عدالت؛
- عدم تأمین ۱۰۰ درصدی اهداف درآمدی دولت از محل واگذاریها بابت رد دیون؛

چالش‌های فوق به همراه مشکلاتی که شرایط خاص اقتصاد ایران موجب این مشکلات می‌باشد باعث انتقادات زیادی از سازمان خصوصی سازی در سال‌های اخیر گردیده است، به نظر می‌رسد با انجام این مطالعه و محاسبه میزان تأثیرپذیری بازار سرمایه از واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بخش غیردولتی و مقایسه آن با شاخص‌هایی نظیر رشد نقدینگی (تورم) بتوان به نتیجه‌ای قابل اتکا در این خصوص دست یافت (فلیجی و مروت، ۱۳۹۱).

اسکندری عطا و میرزا محمدی (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان ارزیابی تأثیر عملکرد مالی و خصوصی سازی بر کارایی فنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با استفاده از روش تحلیل مرزی تصادفی و روش داده‌های تابلویی، تأثیر

عملکرد مالی بر کارایی تعداد ۲۹ شرکت واگذار شده طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ را بررسی نمودند، نتایج پژوهش، کاهش کارایی فنی ۲۸ شرکت را بعد از ورود به بورس نشان می‌دهد و نیز تأثیر منفی و معنادار نسبت‌های نقدینگی و بازده حقوق صاحبان سهام را بر جزء ناکارایی فنی شرکت‌ها تبیین می‌کند.

با توجه به موارد فوق هیچ مطالعه نظامند و کاملی در خصوص تأثیر اجرای برنامه خصوصی سازی در شاخص قیمت بورس تهران با بررسی روند نقدینگی در کشور صورت نپذیرفته است.

با توجه به موارد و مطالعات مذکور در این مطالعه به بررسی تأثیر خصوصی سازی در شاخص قیمت سهام در کنار حجم نقدینگی و اثر واگذاری از طریق بورس و فرابورس خواهیم پرداخت در فصل آتی علاوه بر تبیین روش مطالعه و مروری بر روند اطلاعات و آمارهای مورد بررسی به صورت فصلی (بهار ۱۳۸۲ الی اسفند ۱۳۹۳) به معرفی مدل مورد تخمین در این تحقیق خواهیم پرداخت.

با بررسی مطالعات صورت گرفته توسط محققین داخلی و خارجی می‌توان ادعا نمود که بورس و خصوصی سازی یک رابطه متقابل با اهمیت داشته و اصولاً در یک اقتصاد سراسر دولتی بورس‌ها چندان رونق نمی‌گیرند و امکان توسعه و پیشرفت کمتری دارند. در کشورهای اجرا کننده برنامه‌های خصوصی سازی، خصوصی سازی نه تنها منجر به توسعه بازار بورس آنها شده، بلکه باعث افزایش امنیت اقتصادی و همچنین بهبود تدریجی ساختار اقتصادی آنها نیز شده است و به طور متقابل بورس هم کمک شایانی به شرکت‌های خصوصی می‌کند و سبب می‌شود سرمایه مورد نیاز شرکت‌ها فراهم شود و از دیگر سوی امکان گسترش فعالیت‌هایشان را فراهم می‌کنند.

بازار سرمایه و به طور مشخص، بورس اوراق بهادار اگرچه سازوکاری مؤثر در انجام برنامه‌های گسترده خصوصی سازی است و کارآمدی عملکرد آن با توجه به ساختار تنظیمی و نظارتی مدون، زیرساخت‌های فنی و نیروی انسانی آموزش دیده، موفقیت واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بخش

— بین رشد حجم نقدینگی (تورم) و رشد شاخص قیمت سهام، رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد؛
— بین کل واگذاری سهام و رشد شاخص قیمت سهام، رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد.

مدل تحقیق

با توجه به بررسی صورت گرفته، متغیر وابسته در پژوهش حاضر، شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران است و متغیرهای مستقل عبارتند از: حجم واگذاری‌های سازمان خصوصی‌سازی در بورس اوراق بهادار، و حجم کل واگذاری‌ها. اگرچه برای تخمین این اثر در دوره ۱۲ سال (۱۳۹۳-۱۳۸۲)، با داده فصلی (حدود ۵۰ مشاهده)، مدل‌های نسبتاً متعددی می‌توان انتخاب و در این مقاله از آنها استفاده کرد، در پی به‌کارگیری مدلی با خطای برآورد کمتر و با برازندگی بیشتر هستیم. انتظار می‌رود با مدل زیر، نتایج بهتری در تخمین موضوع مورد مطالعه گرفته شود.

مدل پیشنهادی که در مطالعات متعددی درخصوص بررسی اثرات یک یا چند متغیر بر متغیر وابسته از آن استفاده شده، مدل خودرگرسیون برداری (VAR) است؛ که با توجه به مطالعات صورت گرفته، انتظار می‌رود بهترین پاسخ را در تخمین این مطالعه ارائه دهد.

با جمع‌آوری داده‌ها و تخمین مدل در تمامی مراحل مطالعه، نتایج مورد تخمین از نظر نداشتن همبستگی و هم‌خطی بررسی و برازندگی مدل در تخمین اثرات به صورت معنادار ارائه می‌شود. (سوری، ۱۳۹۲)

بررسی و معرفی متغیرهای تحقیق

شاخص قیمت سهام: بررسی شاخص قیمت سهام تهران از ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۳ طی فصل‌های مختلف نشان می‌دهد که این شاخص از ۶,۷۰۳ واحد در بهار ۱۳۸۲ به بیش از ۶۲,۵۳۲ واحد در زمستان ۱۳۹۳ رسیده است. در این بازه ۱۲ ساله، شاخص قیمت بیش از ۸۳۰ درصد رشد داشته است.

خصوصی را به طور قابل ملاحظه‌ای افزایش می‌دهد، در مقابل، خود تحت تأثیر این برنامه‌ها است و از اجرای آن منتفع می‌شود.

برنامه‌های خصوصی‌سازی از طریق ارتقای قدرت نقدشوندگی و توسعه زیرساخت‌ها، افزایش آگاهی عمومی از بازار، توسعه پایه سهام‌داری، افزایش توجه دولت، تخصص‌گرایی و ایجاد فرصت‌های مناسب برای تنوع ریسک، به گسترش و توسعه بازار سرمایه کمک می‌کند و گسترش بازار سرمایه بر پایه دیدگاه‌های اقتصادی، موتور محرک رشد اقتصادی کشور است. بنابراین، نتیجه‌گیری می‌شود که اگرچه خصوصی‌سازی به طور مستقیم افزایش کارایی و بهره‌وری فعالیت‌های اقتصادی و در نتیجه افزایش رشد اقتصادی را به دنبال دارد، به طور غیرمستقیم با توسعه بازار سرمایه، به این امر کمک می‌کند.

هدف اصلی

شناسایی و بررسی میزان تأثیر واگذاری‌ها به روش بورس و فرابورس در توسعه بازار بورس تهران.

اهداف فرعی

— بررسی اثر رشد نقدینگی در شاخص قیمت سهام بورس تهران،
— بررسی تأثیرپذیری شاخص قیمت سهام تهران از عرضه‌های اولیه سهام از طریق دولت.

فرضیه‌های تحقیق

— بین رشد واگذاری بنگاه‌های دولتی به بخش غیردولتی به روش بورس و رشد شاخص قیمت سهام، رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد؛
— بین رشد واگذاری بنگاه‌های دولتی به بخش غیردولتی به روش فرا بورس و رشد شاخص قیمت سهام، رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد؛

خوزستان و هلدینگ خلیج فارس در بورس و فرابورس، میزان کل واگذاری در بازار بورس در سال‌های اخیر رشد چشمگیری داشته است.

براساس اطلاعات ارائه شده سازمان خصوصی سازی، حدود ۶۵ درصد از کل واگذاری‌ها از کانال بورس و فرابورس صورت گرفته است؛ که در این مقاله، اثر این رقم بر شاخص قیمت و روند صعودی آن بررسی می‌شود.

روند جدید واگذاری در ایران در ابتدای دوره (بهار ۱۳۸۲) با فروش معادل ۱۱۳۸ میلیارد ریال از سهام شرکت‌های دولتی به بخش غیردولتی آغاز شده و در انتهای دوره (اسفند ۱۳۹۳) مجموع واگذاری‌ها به ۶۳۰،۷۹۲ میلیارد ریال رسیده است. این عدد بدون در نظر گرفتن سهام تخصیص یافته به سبد سهام عدالت و واگذاری‌های رد دیون و یا تهاجر بدهی دولت است. برنامه‌های خصوصی سازی، با ارتقای قدرت نقدشوندگی و توسعه زیرساخت‌ها، افزایش آگاهی عمومی از بازار، توسعه پایه سهامداری، افزایش توجه دولت، تخصص‌گرایی و ایجاد فرصت‌های مناسب برای تنوع ریسک، به گسترش و توسعه بازار سرمایه کمک می‌کند و گسترش بازار سرمایه برپایه دیدگاه‌های اقتصادی، موتور محرک رشد اقتصادی کشور است. از این رو، نتیجه‌گیری می‌شود که اگرچه خصوصی سازی به طور مستقیم افزایش کارایی و بهره‌وری فعالیت‌های اقتصادی و در نتیجه افزایش رشد اقتصادی را در پی دارد، به طور غیرمستقیم با توسعه بازار سرمایه، به این امر کمک می‌کند. بنابراین، لازم است قوای سه‌گانه با بسیج همه نیروها و امکانات، در اجرای دقیق و کامل سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی تلاش کنند تا از بستر این انقلاب اقتصادی، بازار سرمایه توسعه یافته‌تری و در بعد کلان، اقتصاد پیشرفته‌تر و توانمندتری برای کشور ترسیم شود.

تخمین و برآورد مدل

ویژگی‌های آماری متغیرهای مورد بررسی در جدول ۱ خلاصه شده است.

وضعیت رو به رشد این شاخص همواره منظم رخ نداده و در پاییز ۱۳۹۲ با ثبت ۸۷،۷۲۶ به بالاترین مقدار خود در تاریخ بورس ایران رسیده است. بررسی ساده این شاخص بیانگر آن است که در برخی مقاطع زمانی، کمبود نقدینگی برای خریداری سهام عرضه شده طی فصل‌های مختلف و یا سایر موارد، مانعی جدی برای رونق بازار بوده است. در واقع، هر زمان مشارکت‌کنندگان تمایل چندانی برای خریداری سهام عرضه شده نداشته‌اند، بازار در رکود به سر برده و در نتیجه افت شاخص قیمت سهام در مقاطع مختلف را در پی داشته است. در صورت ایجاد جریان نقدینگی و ارائه روند خصوصی سازی به سوی بورس می‌توان زمینه مناسبی برای سرمایه گذاری و رونق بازار سهام و افزایش شاخص قیمت سهام ایجاد کرد.

نقدینگی: میزان نقدینگی ایران از ۴۲۷ هزار میلیارد ریال در ابتدای سال ۱۳۸۲ به مبلغ ۷،۸۲۴ هزار میلیارد ریال در اسفند ۱۳۹۳ رسیده و طبق اعلام بانک مرکزی، رشد نقدینگی طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۳ معادل ۱۷۳۲ درصد بوده است. البته باید توجه داشت که هم‌اکنون مهار تورم و نقدینگی، به اولویت اول بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تبدیل شده است. با کنترل نقدینگی، انضباط مالی دولت و در نهایت مهار تورم، می‌توان نرخ‌های بهره بانکی را کاهش داد که این خود به امکان سرمایه گذاری بیشتر و رشد اقتصادی بالاتر کمک می‌کند. تا مشکل اصلی در ایران یعنی تورم حل نشود، امکان حفظ ارزش پول ملی، نرخ‌های سود پایین و سرمایه گذاری بیشتر مقدور نیست. (امیرحیمی، ۱۳۸۴)

خصوصی سازی: براساس اطلاعات دریافتی از سازمان خصوصی سازی، آمار عرضه‌های دولتی در بورس تهران نشان می‌دهد که تا قبل از تصویب و ابلاغ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، عرضه سهام دولتی در بورس از نظر حجم و ارزش زیاد نبوده ولی بعد از اجرای این سیاست‌ها، روند عرضه‌ها به شدت افزایش یافته است. با واگذاری سهام شرکت‌هایی مانند مخابرات ایران، فولاد

جدول ۱. ویژگی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	کل واگذاری‌ها (TP)	شاخص قیمت بورس تهران (TEPIX)	واگذاری بورس و فرابورس (EP)	نقدینگی (M)
میانگین	۱۷۲۳۸۲	۲۴۰۰۰	۱۰۵۵۰۴	۲۵۵۵۰۸۷
میانه	۵۹۰۴۲	۱۲۲۶۸	۲۴۹۱۳	۱۹۳۵۹۲۶
حداکثر	۶۳۰۷۹۲	۸۷۷۲۶	۳۸۷۹۳۰	۷۸۲۳۸۴۸
حداقل	۱۱۳۸	۶۷۰۳	۲۷	۴۲۷۰۸۸

منبع: محاسبات محقق

مجموع واگذاری‌های سهام شرکت‌های دولتی به بخش غیردولتی است و هم مجموع واگذاری‌ها علت گرنجری شاخص قیمت سهام است؛ و به این ترتیب، بین این دو متغیر رابطه دوطرفه علیت برقرار است. همچنین هم متغیر شاخص قیمت سهام علیت گرنجری مجموع واگذاری‌های سهام شرکت‌های دولتی به بخش غیردولتی از طریق بورس و فرابورس است و هم مجموع واگذاری‌های سهام شرکت‌های دولتی به بخش غیردولتی از طریق بورس و فرابورس علیت گرنجری شاخص قیمت سهام است، و بنابراین بین این دو متغیر هم رابطه دوطرفه علیت برقرار است.

آزمون هم‌جمعی به روش جوهانسون^۱: برای تعیین تعداد بردارهای هم‌جمعی، آزمون اثر^۲ و آزمون حداکثر مقادیر ویژه^۳ در این پژوهش انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد بین متغیرها در بلندمدت حداقل سه بردار هم‌جمعی وجود داشته و روابط کوتاه‌مدت قابل تعمیم و بررسی در بلندمدت است؛ و به این ترتیب، نبود هم‌جمعی بین متغیرها رد شده است.

با استفاده از نرم‌افزار Eviews8 و با تعیین وقفه بهینه دو دوره برای متغیرها براساس آزمون دیکی - فولر و با بررسی علیت بین متغیرها و وجود روابط قابل سنجش و درنهایت با بررسی آزمون هم‌جمعی جوهانسون با مدل خودرگرسیون برداری (VAR)، مدل زیر برآورد شد:

بررسی ایستایی متغیرها: نتایج آزمون ایستایی دیکی - فولر تعمیم‌یافته حاکی از آن است که متغیرهای شاخص قیمت سهام و حجم نقدینگی، در سطح یک ایستا نیستند و فرض وجود ریشه واحد بین آنها رد نمی‌شود ولی متغیرهای کل واگذاری و واگذاری بورس، در سطح تفاضل یک دوره ایستا هستند. به این ترتیب، متغیرهای شاخص قیمت سهام و حجم نقدینگی با تفاضل یک و در سطح I(1) باید از نظر ایستایی آزمون شوند.

نتایج آزمون ایستایی دیکی - فولر تعمیم‌یافته حاکی از آن است که متغیرهای شاخص قیمت سهام و حجم نقدینگی در سطح تفاضل مرتبه یک ایستا هستند و فرض وجود ریشه واحد بین آنها رد می‌شود. برای متغیرهای کل واگذاری و واگذاری بورس نیز در سطح تفاضل یک و دو دوره ایستایی اثبات شد.

بررسی علیت گرانجر: براساس نتایج جدول ۱، متغیر شاخص قیمت سهام علیت گرنجری نقدینگی نیست ولی نقدینگی می‌تواند علیت گرنجری شاخص قیمت سهام باشد و در نتیجه مطابق با نتایج موردانتظار مطالعه حاضر، آزمون علیت گرنجر نیز به رابطه علی این دو متغیر صحه گذاشته و براساس نتایج، هم شاخص قیمت سهام علیت گرنجری

1. Johansen Cointegration Test

2. Trace Test

3. Maximal Eigen Value Test

$$\begin{aligned} \text{LNTEPIX} = & 0.96 * \text{LNTEPIX} (-1) - 0.38 * \text{LNTEPIX} (-2) + 0.23 * \text{LNEP} (-1) - \\ & t=5.33 \quad t=-2.15 \quad t=2.53 \\ & 0.18 * \text{LNEP} (-2) - 0.13 * \text{LNTP} (-1) + 0.17 * \text{LNTP} (-2) + 0.01 * \text{LNM1} (-1) \\ & t=-1.95 \quad t=-1.55 \quad t=2.02 \quad t=0.75 \\ & + 0.01 * \text{LNM1} (-2) + 5491.4 \\ & t=-1.02 \quad t=2.06 \\ (R^2=0.99) \end{aligned}$$

این مقدار، نشان دهنده ارتباط مستقیم بین این دو متغیر است. ۴. مقدار شاخص قیمت سهام هر دوره، تابعی از مجموع واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش غیردولتی با ضریب $0/13-$ است؛ به عبارت دیگر، به ازای ۱ واحد افزایش کل واگذاری ها، در مقدار شاخص قیمت هر دوره طی ۱۲ سال گذشته، حدود $0/13$ واحد کاهش شاخص قیمت سهام صورت می گیرد و این مقدار، نشانگر ارتباط منفی بین این دو متغیر است. به این ترتیب، بازار بورس اوراق بهادار تهران، جانشین واگذاری های دولت محسوب می شود و ضرایبی منطقی دارد. ۵. براساس ضریب آخرین متغیر مورد تخمین (نقدینگی)، به ازای ۱ واحد افزایش نقدینگی حدود تنها $0/001$ واحد کمتر از یک درصد) شاخص قیمت سهام در دوره ۱۲ سال (۱۳۸۲ تا ۱۳۹۳) رشد یافته است. این موضوع با وقفه دوره قبلی و دوره قبل تر آزمون شده است.

خلاصه نتایج مدل برآورد شده

با توجه به موارد توضیح داده شده، به طور کلی نتایج زیر قابل ارائه است:

۱. متغیر شاخص قیمت سهام، علت گرنجری نقدینگی نیست ولی نقدینگی می تواند علت گرنجری شاخص قیمت سهام باشد.
۲. متغیر شاخص قیمت سهام، علت گرنجری مجموع واگذاری های سهام شرکت های دولتی به بخش غیردولتی است و مجموع واگذاری های سهام شرکت های دولتی به بخش غیردولتی نیز علت گرنجری شاخص قیمت سهام است.
۳. متغیر شاخص قیمت سهام، علت گرنجری مجموع

برای تخمین مدل فوق، ابتدا متغیرهای مورد نظر (شاخص قیمت سهام، کل واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش غیردولتی، واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش غیردولتی از طریق بورس و فرابورس و نقدینگی) به صورت فصلی و از ابتدای سال ۱۳۸۲ (1382Q1) تا انتهای ۱۳۹۳ (1393Q4) به نرم افزار وارد شد.

جمع بندی و نتیجه گیری

با توجه به نتایج مدل تخمین زده شده، موارد زیر قابل استناد است:

۱. مقدار شاخص قیمت سهام هر دوره، تابعی از شاخص قیمت سهام دوره قبل با ضریب $0/96$ است؛ به عبارت دیگر، به ازای هر واحد تغییر شاخص قیمت در فصل قبل، شاخص قیمت جاری حدود $0/96$ واحد به صورت هم جهت تغییر می کند.
۲. مقدار شاخص قیمت سهام هر دوره، تابعی از شاخص قیمت سهام دو دوره قبل با ضریب $0/38-$ است؛ به عبارت دیگر، به ازای هر واحد تغییر شاخص قیمت در دو فصل قبل، شاخص قیمت جاری حدود $0/38$ واحد به صورت عکس جهت تغییر می کند.
۳. مقدار شاخص قیمت سهام هر دوره، تابعی از واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش غیردولتی از طریق بورس و فرابورس با ضریب $0/23$ است؛ به عبارت دیگر، به ازای ۱ واحد افزایش واگذاری ها از طریق بورس و فرابورس، در مقدار شاخص قیمت هر دوره طی ۱۲ سال گذشته، حدود $0/23$ واحد افزایش شاخص قیمت سهام صورت می گیرد و

استفاده کند.

۴. تخصیص سهام عدالت که به صورت ناقص در حال اجرا است، با ایجاد امکان مبادله از طریق بازار بورس، می تواند به عنوان دارایی نقدشونده افراد مشمول طرح سهام عدالت محسوب شود.

۵. در شرکت های دولتی دارای پتانسیل سودآوری و فعالیت بالا، امکان حضور در بورس و واگذاری براساس معیارهای موردنظر سازمان بورس جهت قیمت گذاری مناسب و برخورداری از شرایط شفافیت اطلاعات در این بازار فراهم شود.

۶. سازمان بورس و اوراق بهادار مزایایی جهت خریداران سهام شرکت های دولتی واگذار شده از طریق بورس فراهم کند و به جذابیت این بازار بیفزاید.

مرجع ها

اسکندری، ع. و میرزامحمدی، س. ۱۳۹۳. ارزیابی تأثیر عملکرد مالی و خصوصی سازی بر کارایی فنی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، فصلنامه دانشگاه اصفهان.

اسلامی بیدگلی، هیبتی و رهنمای رودپشتی. ۱۳۸۴. تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری و مدیریت سبد اوراق بهادار. چاپ اول. انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی.

امیررحیمی. ۱۳۸۴. بررسی تأثیر تورم بر شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران (پایان نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه تربیت مدرس.

حمیدی درخت بید، ا. و ک. ۱۳۸۹. بررسی تأثیر تورم بر قیمت سهام شرکت ها در ایران از دیدگاه دانشجویان دانشگاه آزاد اسلامی - واحد مشهد.

رضایی دولت آبادی، ح. صمدی، س. و ناجی زواره، ح. (۱۳۹۰). تحلیل تأثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام در ایران، فصل نامه دانشگاه اصفهان.

سوری، ع. ۱۳۹۲. اقتصادسنجی پیشرفته همراه با کاربرد نرم افزار Eviews8 & Sata 12. نشر فرهنگ شناسی.

صمدی، س. ۱۳۸۵. بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار ایران، مجله دانشکده

واگذاری های سهام شرکت های دولتی به بخش غیردولتی از طریق بورس و فرابورس است و مجموع واگذاری های سهام شرکت های دولتی به بخش غیردولتی از طریق بورس و فرابورس نیز علت گرنجری شاخص قیمت سهام است.

۴. مقدار شاخص قیمت سهام هر دوره، تابعی از مقدار شاخص قیمت سهام دوره قبل با ضریب مثبت است.

۵. مقدار شاخص قیمت سهام هر دوره، تابعی از مقدار شاخص قیمت سهام در دو دوره قبل با ضریب منفی است.

۶. مقدار شاخص قیمت سهام هر دوره، تابعی از واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش غیردولتی از طریق بورس و فرابورس با ضریب مثبت است.

۷. مقدار شاخص قیمت سهام هر دوره، تابعی از مجموع واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش غیردولتی با ضریب منفی است.

۸. مقدار شاخص قیمت سهام هر دوره، تابعی از نقدینگی دو دوره گذشته با ضریب مثبت است.

راهکارهای سیاستی

۱. دولت واگذاری سهام از طریق بورس و فرابورس را در اولویت قرار دهد و برای قیمت گذاری سهام در اجرای واگذاری ها، از شرکت هایی که در این زمینه تخصص دارند، کمک بگیرد و حتی از شرکت های معتبر بین المللی که تجربه های خوبی در این زمینه دارند، بهره بگیرد تا قیمت واحدهای در معرض عرضه به درستی مشخص شود.

۲. در بعضی از صنایع کشور مانند نساجی که مشکل مصرف و تقاضا وجود دارد، یکی از عمده ترین سرمایه نهادها، نیروی انسانی آنها است؛ نیروی انسانی که هرگاه اراده کند، تأثیر زیادی بر روند سودآوری نهادها دارد. براساس ابلاغیه مقام معظم رهبری، ۵ درصد سهام را به کارکنان اختصاص داد و کل واگذاری ها بدون تأثیر منفی در شاخص قیمت سهام می تواند ادامه یابد.

۳. برای سهام شرکت های باقی مانده که درصد ناچیزی از کل سهام واگذار شده است، دولت در کنار سازمان خصوصی سازی، از خدمات سازمان بورس اوراق بهادار نیز

- Fathi, S. and et al., 2012. "Examining the Effect of Selective Macroeconomic Variables on The Stock Exchange's Depth and Breadth (Case Study: Tehran Stock Exchange)", *International Journal of Economics and Finance* 4(3). 97-104.
- Lowe, M., 2014. Rail Revival in Africa? The Impact of Privatization, *Conference on Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries*, 1-15.
- Taghizadeh. 2014. "Investigating the Challenges Facing the Privatization Implementation in Iran and Providing a Model in the Form of Justice Shares for Its Promotion", *J. Manag. Human. Sci.* 3 (S2), 2534-2539.
- Valikhani Dehghani, S. 2013. "A Study of the Effect of Change on Ownership Structure on Enterprise Value of Privatized Firms: Evidence from Tehran Stock Exchange", *Management Science Letters*, 3, 1459-1466.
- (وب سایت سازمان خصوصی سازی) www.ipo.ir
- علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، ویژه نامه مدیریت و حسابداری، ش ۴۰.
- صمدی، س. و همکاران. ۱۳۸۶. بررسی میزان اثرپذیری شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران از قیمت جهانی نفت و طلا، فصلنامه بررسی های اقتصادی (۲)۴.
- فلیجی، ن. و مروت، ش. ۱۳۹۱. «بررسی اثرات خصوصی سازی از طریق بازار بورس اوراق بهادار بر روی رشد اقتصادی در ایران با رویکرد سیستم دینامیکی»، فصلنامه پژوهش های اقتصادی (۳)۱۲.
- کریم زاده، م. ۱۳۸۶. بررسی رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام بورس با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش هم جمعی در اقتصاد ایران»، فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران، ش ۲۶.
- مهرآرا، م. و معینی و احراری. ۱۳۸۸. «الگوسازی و پیش بینی شاخص بورس اوراق بهادار تهران و تبیین متغیرهای موثر بر آن»، فصل نامه سیاست ها و پژوهش های اقتصادی، ش ۵۰.
- Dorra, Z. & Ghorbel, Z. September 2012. "What Is the Impact of Privatization on Bank Risk? The Case of Tunisian Banks", *E3 Journal of Business Management and Economics* 3(9), 318-325.