



تأثیرات خصوصی‌سازی بانک ملت بر بازده روزانه بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران^۱

صفحات ۴۵ تا ۶۴

محمد لشکری^۲ مرتضی هژبرالساداتی^{۳*}

تاریخ دریافت: ۸۹/۰۱/۲۰ تاریخ پذیرش: ۸۹/۰۸/۲۲

چکیده

پس از ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، روح تازه‌ای در اجرای سیاست خصوصی‌سازی کشور دمیده شد. طبق قوانین مصوب، مقرر گردید که کلیه بانک‌های دولتی به‌جز بانک ملی و سپه به بخش خصوصی واگذار گردند. بانک ملت پس از طی مراحل قانونی به‌عنوان اولین بانک دولتی وارد بورس اوراق بهادار تهران گردید. این پژوهش به دنبال بررسی اثرات این واگذاری بر بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران است تا از این طریق بتوان نگرشی که سرمایه‌گذاران، نسبت به این سیاست و نحوه اجرای آن را دارند، سنجید. جامعه آماری این پژوهش مشتمل بر هفت بانک خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران است که بازده روزانه سهام آن‌ها در طول یک دوره ۷۳۸ روزه از ۲۷ فروردین ۱۳۸۶ تا ۱۲ اردیبهشت ۱۳۸۹ بررسی می‌گردد. برای این‌که بتوان تمامی این هفت بانک را در طول این دوره زمانی تحت مطالعه قرار داد از پانل دیتا استفاده می‌گردد. این پانل شامل هفت مقطع در طول ۷۳۸ روز می‌شود که با توجه به ماهیت رخدادها و نقض استقلال جملات باقیمانده، از روش "رگرسیون" ظاهراً نامرتب برای تخمین آن استفاده می‌شود. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که از میان ۹ رخداد مربوط به واگذاری سهام بانک ملت از طریق بورس اوراق بهادار تهران در ۸ رخداد، عکس‌العمل قابل ملاحظه‌ای از طرف سرمایه‌گذاران مشاهده نگردیده است و تنها در رخداد هفتم که مربوط به واگذاری بلوک ۴ درصدی سهام این بانک است ما شاهد کاهش معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌ایم.

۱- این پژوهش از نتایج پایان نامه کارشناسی ارشد سید مرتضی هژبرالساداتی و به راهنمایی محمد لشکری در دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور استخراج گردیده است.

۲- عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور - lashkarym@yahoo.com

۳- کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی-گرایش مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور Smh2sadat@yahoo.com

کلید واژه‌ها: خصوصی‌سازی، بازده روزانه، بورس اوراق بهادار تهران، پانل دیتا، بانک ملت
طبقه بندی JEL: G14; G21

۱- مقدمه

پس از پایان جنگ تحمیلی سیاست خصوصی‌سازی به‌طور جدی در دستور کار سیاست‌گذاران اقتصادی کشور قرار گرفت. اما بانک‌ها، علیرغم نقش انکار نشدنی خود در جهت پیشرفت کشور همچنان دولتی ماندند تا و با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، زمینه برای واگذاری آن‌ها فراهم گردید.

پس از وقوع انقلاب اسلامی، تعداد زیادی از بانک‌های خصوصی کشور در یکدیگر ادغام شدند و دو بانک بزرگ دولتی ملت و تجارت را تشکیل دادند تا در کنار سایر بانک‌های دولتی موجود، یک سیستم بانکی تماماً دولتی را به‌وجود آورند. اگر چه تأسیس مؤسسات مالی دیگر خصوصی در طول سالیان گذشته در کشور انجام می‌شد، ولی بانک خصوصی در کشور وجود نداشت. تا اینکه شورای پول و اعتبار در تاریخ ۷۹/۹/۲۰ در راستای تحقق ماده ۹۸ قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور، تصویب کرد که بانک‌های غیردولتی نیز می‌توانند با مجوز بانک مرکزی و در چارچوب قانون پولی و بانکی کشور، مصوب سال ۱۳۵۱، قانون عملیات بانکی بدون ربا، مصوب سال ۱۳۶۲ و سایر قوانین و مقررات مربوطه و مصوبات شورای پول و اعتبار و مقررات بانک مرکزی، تأسیس شوند و به کلیه عملیات مجاز بانکی مبادرت ورزند (لشکری، ۱۳۸۹: ۱۸۵). در ادامه پس از ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، موضوع واگذاری بانک‌های دولتی در کشور مطرح گردید. بنابر قوانین مصوب، بنا گردید تا ۸۰ درصد تمامی بانک‌های دولتی به‌جز بانک‌های ملی و سپه واگذار گردند. بخشی از اهداف این کار، دمیدن روح تازه در اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی و همچنین بهبود کارایی سیستم بانکی کشور بود. به همین منظور سهام بانک‌ها در قالب رد دیون، سهام عدالت، سهام ترجیحی و عرضه بلوکی، واگذار گردید.

در همین راستا بانک‌های مشمول واگذاری، موظف به اصلاح ساختار و تبدیل شدن به سهامی‌عام گردیدند. آن‌ها صورت‌های مالی خود را اصلاح کردند تا پس از تأیید از طریق بورس

واگذار گردند. بلوک اول بانک ملت به‌عنوان اولین بانک دولتی در بهمن ماه سال ۱۳۸۷ از طریق بورس اوراق بهادار تهران واگذار گردید.

۲- بیان مسئله

اعلام خصوصی‌سازی، می‌تواند بر روی بازده روزانه سهام بانک‌های رقیب، تأثیر بگذارد. انتظارات بازار از خصوصی‌سازی یک بانک دولتی می‌تواند از روی تأثیرات اعلام خصوصی‌سازی یک بانک دولتی بر روی بازده سهام بانک‌ها و مؤسسات مالی خصوصی موجود در بازار اوراق بهادار درک شود. سرمایه‌گذاران با توجه به علایمی که از سوی بازار و همچنین اخباری که دریافت می‌کنند، اقدام به تصمیم‌گیری می‌نمایند. یکی از ویژگی‌های جالب بازار سهام آن است که به‌نظر می‌رسد در این بازار حوادث بد، نسبت به حوادث خوب تأثیر نمایان‌تری بر نوسانات قیمت دارند. در مورد بسیاری از اوراق سهام، همبستگی منفی شدیدی میان بازده فعلی و نوسانات آتی وجود دارد، میل نوسانات بازده سهام به کاهش (افزایش) در شرایطی که بازده افزایش (کاهش) می‌یابد را اصطلاحاً اثر اهرمی می‌گویند. به‌عبارتی، نوسانات در پی خبر بد بیشتر از نوسانات در پی خبر خوب است (اندرس^۱، ۱۳۸۶: ۲۵۱). نگرشی که سرمایه‌گذاران و مدیران بانک‌های خصوصی نسبت به خصوصی‌سازی بانک ملت دارند و تصمیماتی که مدیران ممکن است بگیرند، می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، برای خرید یا فروش سهام بانک‌های خصوصی رقیب بانک ملت و یا عدم نشان‌دادن عکس‌العمل خاص شود. عکس‌العمل خریداران به‌نوعی همان عکس‌العمل سهام بانک‌ها شناخته می‌شود، زیرا آن‌ها با خرید و فروش سهام این بانک‌ها بازده روزانه را تغییر می‌دهند. تاکنون دلایل متفاوتی برای توجیه عکس‌العمل‌های متفاوت آن‌ها بیان شده است که در زیر آورده می‌شود:

اعلام خصوصی‌سازی می‌تواند به علل متفاوتی موجب عکس‌العمل مثبت بانک‌های رقیب شود. اولاً: مقررات‌زدایی که همراه با فرایندهای خصوصی‌سازی به‌وجود می‌آید، می‌تواند موجب بازشدن قفل‌هایی شود که مانع فرصت‌های رشد در صنعت شده است.

ثانیاً: حضور بانک خصوصی سازی شده ای که اغلب بزرگ و ملموس است می تواند توجه بیش تر تحلیل گران را به جذابیت های صنعت جلب کند که خود موجب یک ارزیابی کارا تر از کل صنعت خواهد شد. بنابراین مدیران این صنعت مجبورند عملکرد اجرایی خود را با شفافیت بیشتری به سهام داران اعلام کنند و این خود می تواند موجب افزایش بازده شود و بدینسان سرمایه گذاران از این که صنعت، دقیق تر مورد تحلیل قرار می گیرد، نشانه ی مثبت دریافت می کنند.

ثالثاً: همان طور که بسیاری از تحقیقات نشان داده است خصوصی سازی می تواند به بهبود عملکرد شرکت ها منجر شود. به همین دلیل اگر سایر بانک های رقیب بخواهند تا مشتریان خود را در صنعت از دست ندهند مجبور به بهبود عملکرد خود می شوند. اگر بازار این موضوع را این گونه درک کند که رقبا هم همانند بانک های خصوصی سازی شده به منافع زیادی دست پیدا خواهند کرد پس قیمت سهام آن ها در واکنش به اعلام خصوصی سازی یک بانک دولتی افزایش خواهد یافت.

رابعاً: خصوصی سازی منجر می شود که یارانه های دولتی و تخفیف های مالیاتی به بانک های خصوصی شده، حذف یا کاهش یابند، که این می تواند به موقعیت رقابتی این بانک ها نسبت به رقبا، صدمه همچنین وارد نماید و این موضوع به نفع رقبای این بانک ها می باشد و این موضوع می تواند موجب عکس العمل مثبت رقبا نسبت به اعلام واگذاری بانک دولتی جدید شود.

همچنین خصوصی سازی می تواند موجب عکس العمل منفی از سوی سرمایه گذاران شود. خصوصی سازی معمولاً موجب یک تغییر در اهداف شرکت های واگذار شده می شود و این تغییر همراه با تغییراتی که در مالکیت و محرک های مدیریتی در شرکت پیش می آید، موجب کارایی بیشتر شرکت ها می شود. از آن جایی که قیمت ها نشان دهنده این عوامل هستند؛ مدیران سعی در اجرای بهتر دارند. این تلاش ها می تواند موجب آن شود که بانک های خصوصی شده سعی در افزایش کارایی خود داشته باشند و رقابتی تر و تهاجمی تر تلاش کنند تا بتوانند در این رقابت، زنده بمانند و با تلاش برای عملکرد بهتر، از فرصت های بازار، استفاده ی بهینه نمایند. با این دید، اعلام خصوصی سازی بانک ها، موجب افزایش رقابت در صنعت می شود.

اگر بازار معتقد باشد که یک رقیب جوان و تازه نفس با کارایی بالا به صحنه آمده‌است که می‌تواند بر کاهش قیمت‌های خدمات صنعت مؤثر باشد، این اعلام موجب کاهش سودآوری رقبا خواهد شد و طبیعتاً بازده آن‌ها عکس‌العمل منفی به این اعلام، نشان خواهند داد (اوپر، ۲۰۰۵: ۲۰۷۳-۲۰۷۲). اما شاید مهم‌ترین دلیلی را که برای عدم عکس‌العمل به خصوصی‌سازی بتوان برشمرد، عدم وجود نگرش مثبت از طرف سرمایه‌گذاران به این سیاست باشد. زمانی که آن‌ها این خصوصی‌سازی‌ها را فاقد اثرات مثبت بدانند، نسبت به این عمل عکس‌العمل ملموسی را نشان نمی‌دهند. عدم وجود فضای رقابتی، دخالت بیش از اندازه دولت در بنگاه‌های واگذار شده، دستوری بودن بیش‌تر بخش‌های اقتصاد و... می‌تواند منجر به آن شود که سرمایه‌گذار، امیدی به سرمایه‌گذاری در صنعت بانکداری به‌منظور دستیابی به بازده بالا را نداشته باشد. از سوی دیگر عدم اطلاع‌رسانی کامل و شفاف از وضعیت بنگاه‌هایی که واگذار شده‌اند، باعث بالاتر رفتن ریسک سرمایه‌گذاری در آن‌ها می‌شود و در نتیجه میزان مشارکت سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد.

۳- ضرورت و اهمیت انجام تحقیق

از آن جایی که امروز هنوز در ابتدای راه واگذاری بانک‌های دولتی قرار داریم نیاز مبرمی به بررسی اثرات واگذاری اولین بانک واگذار شده وجود دارد، تا بتوان از نتایج آن در جهت برنامه‌ریزی صحیح‌تر برای واگذاری‌های آتی بانک‌های دولتی استفاده کرد و بدین‌وسیله از تأثیرات منفی احتمالی بر قیمت سهام و بازده سرمایه‌گذاران جلوگیری کرد. همچنین برای ایجاد نگرشی مثبت بین سرمایه‌گذاران نسبت به این سیاست‌ها، باید ابتدا این نگرش را سنجید. به همین دلیل باید عکس‌العملی که سرمایه‌گذاران به این واگذاری نشان داده‌اند را به‌عنوان نتیجه نگرش آن‌ها به این خصوصی‌سازی مورد بررسی قرار گیرد.

این تحقیق از دو جنبه دارای اهمیت است:

۱- بر خلاف تحقیقات صورت گرفته متعددی که در مورد جنبه‌های مختلف خصوصی‌سازی مؤسسات غیرمالی انجام شده، عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به واگذاری‌ها هنوز مورد بررسی قرار

نگرفته است www.SID.ir

۲- این اولین تحقیقی است که در جهت ارزیابی اثر درون صنعتی^۱ و گذاری یک بانک دولتی ایرانی از طریق بورس اوراق بهادار، بر روی بازده سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران، انجام می‌گیرد.

۴- پیشینه تحقیق

طالب نیا و حیدرزاده سالطه (۱۳۸۴) در تحقیقی به مطالعه تأثیر خصوصی‌سازی شرکت‌های صنعتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در دوره زمانی ۷۸-۱۳۷۰ بیش از ۵۱ درصد سهام آن‌ها به بخش خصوصی واگذار شده است، بر بازده سهام آن‌ها پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که پس از خصوصی‌سازی، بازده سهام شرکت‌ها، تغییر قابل ملاحظه‌ای داشته است. آن‌ها نشان می‌دهند که این واگذاری‌ها موجب کاهش بازده این شرکت‌ها شده است (طالب نیا و حیدرزاده سالطه، ۱۳۸۴: ۱۱۵-۹۷). "نخعی" (۱۳۸۷) در تحقیقی به بررسی نقش خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی که در سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۴ به بخش خصوصی واگذار شده‌اند در افزایش بازده سهام آن‌ها پرداخته است. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد که پس از خصوصی‌سازی بازده سهام شرکت‌های خصوصی شده تغییر معناداری داشته است. وی دوره پژوهش (۱۳۸۴-۱۳۷۶) را برای این شرکت‌ها به دوره قبل از خصوصی‌سازی و بعد از خصوصی‌سازی تقسیم کرده است. سپس با بررسی میانگین بازده آن‌ها، فرضیه تحقیق خود را مبنی بر بهبود بازده سهام شرکت‌ها پس از خصوصی‌سازی را مورد تأیید قرار می‌دهد (نخعی، ۱۳۸۷: ۱).

"اوچر" و "چان"^۲ (۲۰۰۳) به بررسی تأثیرات اعلام و گذاری بانک مشترک المنافع استرالیا بر روی بازده سهام بانک‌ها و مؤسسات مالی خصوصی در استرالیا پرداختند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد، که بانک‌های رقیب احساس کرده‌اند با یک رقیب کارا تر مواجه‌اند و بنابراین نسبت به این اعلام و گذاری‌ها عکس‌العمل منفی نشان داده‌اند. آن‌ها همچنین دریافتند که برای افزایش مناسب در کارایی بانک‌های خصوصی شده، دولت باید آن‌ها را به‌طور کامل واگذار کند (اوچر و چان، ۲۰۰۳: ۹۴۹).

"دیمو" (۲۰۰۴) به بررسی مزایای فروش بانک‌ها به سرمایه‌گذاران خارجی در کشورهای اروپای شرقی و مرکزی می‌پردازد و بیان می‌کند که بانک‌های خصوصی شده که به سرمایه‌گذاران خارجی فروخته شده‌اند عملکرد بهتری نسبت به بانک‌هایی دارند که به سرمایه‌گذاران داخلی فروخته شده‌اند. او با استفاده از روش مرز تصادفی و از شاخص‌های نقدینگی به کل دارایی‌ها، سود حاشیه‌ای خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام استفاده می‌کند. اگر چه این تفاوت عملکردی در برخی از موارد از نظر آماری قابل ملاحظه نبودند (دیمو، ۲۰۰۴: ۸۲-۱).

"اوچر" (۲۰۰۵) به یک بررسی جامع پیرامون عملکرد قبل و بعد از خصوصی‌سازی بانک‌های خصوصی شده، نسبت به بانک‌های خصوصی در کشورهای با درآمد کم و متوسط پرداخته است. یافته‌های او حاکی از آنست که بانک‌های خصوصی موجود در کوتاه‌مدت، عکس‌العمل منفی نسبت به واگذاری بانک‌های دولتی داشته‌اند. که این عکس‌العمل در مورد واگذاری‌ها در مراحل بعدی آن مشخص‌تر بود. همچنین آن‌ها دریافتند که بازده‌های تعدیل شده با بازار و بازده‌های بلندمدت، حاکی از آن است که بهبود عملکرد مورد نظر سرمایه‌گذاران از خصوصی‌سازی بانک‌ها در حد انتظار برآورده نشده‌است. البته بخشی از این موضوع را به دلیل این‌که تنها بخشی از بانک‌ها خصوصی‌سازی شده بودند، توجیه می‌گردد. او همچنین دریافت سهام‌دارانی که سهام این بانک‌ها را خریده بودند و برای ۵ سال نگهداری کردند، ۲۴ درصد از ثروتشان کاسته شده بود (اوچر، ۲۰۰۵: ۲۰۹۳-۲۰۶۷).

"چن"، "لی" و "مشیریان" (۲۰۰۵) تأثیرات درون صنعتی واگذاری بانک "چین-هنگ کنگ" در چین را بر بانک‌ها و مؤسسات مالی صنعت بانک‌داری چین سنجیدند. شواهد حاکی است که بانک‌ها و مؤسسات مالی خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار چین و هنگ کنگ نسبت به این واگذاری عکس‌العمل منفی نشان داده‌اند. به طوری که بازده روزانه سهام این بانک‌ها و مؤسسات مالی با کاهش قابل ملاحظه‌ای مواجه بوده و همچنین آن‌ها نشان می‌دهند که عملکرد بانک واگذار شده نسبت به رقبایش بهتر بوده‌است (چن، لی و مشیریان، ۲۰۰۵: ۲۳۲۴-۲۲۹۱).

این تحقیق در ادامه تحقیقات چن، لی و مشیریان (۲۰۰۵) و اوچر و چان (۲۰۰۳) است.

۵- فرضیه‌های تحقیق

هدف این تحقیق این است تا ببیند آیا رخدادهای مربوط به خصوصی‌سازی بانک ملت بازده روزانه بانک‌های خصوصی موجود بورس اوراق بهادار تهران را تغییر داده است یا خیر. خصوصی-سازی بانک ملت از طریق بورس اوراق بهادار در ۹ گام ملموس انجام گرفته است. این ۹ رخداد در جدول ۱ آمده‌اند. این تحقیق در فرضیات خود به دنبال تشخیص این تغییرات در بازده روزانه بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران در طی این ۹ رخداد است. فرضیه‌های تحقیق در زیر آورده شده است:

فرضیه اول: تصویب خصوصی‌سازی بانک ملت در هیئت واگذاری، باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه دوم: اعلام سود هر سهم بانک، گزارش فعالیت و اعلام پیشنهاد خرید ۱۰ درصد سهام بانک ملت، باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه سوم: تبدیل بانک ملت از دولتی به سهامی‌عام باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه چهارم: ورود بانک ملت به تابلوی بورس با نماد وب ملت باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

جدول ۱- رخدادهای ۹ گانه مرتبط با واگذاری سهام بانک ملت

| شماره رخداد | عنوان رخداد | تاریخ رخداد |
|-------------|--|------------------------|
| رخداد اول | تصویب واگذاری سهام بانک ملت در هیئت واگذاری | ۲۰ تیر ۱۳۸۶ |
| رخداد دوم | اعلام سود هر سهم بانک، گزارش فعالیت و اعلام پیشنهاد خرید | ۲۱ آذر ۱۳۸۶ |
| رخداد سوم | تبدیل مالکیت بانک ملت از دولتی به سهامی‌عام | ۱۷ فروردین ۱۳۸۷ |
| رخداد چهارم | ورود بانک ملت به تابلوی بورس با نماد وبملت | ۲۳ بهمن ۱۳۸۷ |
| رخداد پنجم | واگذاری ۵٪ سهام بانک در بورس | ۳۰ بهمن و ۱ اسفند ۱۳۸۷ |
| رخداد ششم | واگذاری دو بلوک ۵٪ در بورس | ۲ و ۳ تیر ۱۳۸۸ |
| رخداد هفتم | واگذاری بلوک ۴٪ در بورس | ۶ و ۷ شهریور ۱۳۸۸ |
| رخداد هشتم | عرضه بلوک ۴٫۹۶٪ که فروش نرفت | ۲۸ آذر ۱۳۸۸ |
| رخداد نهم | فروش بلوک ۴٪ در بورس | ۳۰ دی تا ۶ بهمن ۱۳۸۸ |

فرضیه پنجم: واگذاری ۰.۵٪ سهام بانک ملت در بورس باعث تغییر معنی‌داری در بازده هر روز آن سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه ششم: واگذاری دوبلوک ۰.۵٪ سهام بانک ملت در بورس باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه هفتم: واگذاری بلوک ۰.۴٪ سهام بانک ملت در بورس باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه هشتم: عرضه بلوک ۰.۴۹۶٪ که فروش نفت باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه نهم: فروش بلوک ۰.۴٪ سهام بانک ملت باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

۶- روش تحقیق

روش تحقیق شامل سه مرحله شناسایی، تجزیه و تحلیل و نتیجه‌گیری می‌شود. در این پژوهش ابتدا به مسئله‌ی شناسایی و ادبیات مربوط به آن و پیشینه تحقیقاتی که در این حوزه انجام گردیده پرداخته شده است. سپس مدل اقتصادسنجی لازم، انتخاب و با توجه به وضعیت داخلی ایران تعدیل و بومی‌سازی گردیده و پس از شناخت متغیرهای تحقیق، اقدام به جمع‌آوری داده‌های موردنیاز برای تخمین مدل شده است. نهایتاً با برآورد ضرایب مدل و بررسی معنی‌داری آن‌ها فرضیه‌های تحقیق مورد آزمون قرار گرفته اند.

۷- جامعه آماری و قلمرو زمانی تحقیق

در این تحقیق سهام کلیه بانک‌های خصوصی که سهام آن‌ها در تابلوی بورس اوراق بهادار تهران معامله می‌شوند، در نظر گرفته شده است. به این منظور در ابتدای دوره زمانی مورد بررسی که فروردین ماه سال ۱۳۸۶ است، سهام سه بانک اقتصاد نوین، کارآفرین و پارسیان در بورس اوراق بهادار تهران معامله می‌گردید. در ادامه بانک سینا (که در ابتدا به عنوان موسسه مالی و اعتباری بنیاد بود و بعداً به بانک سینا تغییر یافت) وارد بورس شد. بانک ملت نیز در پایان

بهمن ماه سال ۱۳۸۷ به عنوان اولین بانک دولتی خصوصی شده و پس از آن در سال ۱۳۸۸ دو بانک تجارت و صادرات، وارد بورس اوراق بهادار تهران گردیدند.

بدین صورت جامعه آماری، در مجموع، برای بررسی اثرات اعلام واگذاری بانک ملت شامل هفت بانک می شود. از آن جایی که ما قصد بررسی اثرات واگذاری را در ۹ اعلام واگذاری بر بازده سهام بانک های خصوصی داریم، در رخدادهای سه بانک اقتصاد نوین، پارسیان و کارآفرین و در رخدادهای دوم، سوم، چهارم و پنجم، چهار بانک اقتصاد نوین، پارسیان کارآفرین و سینا را مورد بررسی قرار می گیریم.

برای این که بتوانیم تغییرات بر بازده روزانه سهام بانک های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران را در هر رخداد مربوط به واگذاری سهام بانک ملت را اندازه بگیریم، باید بازده غیرنرمال هر سهم را در طول دوره رخداد مورد نظر بسنجیم. به همین منظور باید دوره زمانی را به نحوی در نظر بگیریم که سری زمانی موجود در پانل دیتا بتواند به خوبی این اثرات را نشان دهد تا مدل، حداکثر کارایی را داشته باشد. به همین دلیل دوره زمانی تحقیق ما، که روز آغاز سری زمانی محسوب می گردد از ۶۰ روز کاری قبل از اعلام اولین رخدادی است که ما قصد بررسی اثراتش را داریم و تا ۶۰ روز کاری بعد از آخرین رخداد ادامه خواهد داشت.

از آن جایی که اولین رخداد در تاریخ ۲۰ تیرماه ۱۳۸۶ رخ داده است، روز آغاز دوره ما ۲۷ فروردین ماه ۱۳۸۶ می باشد و تا ۱۲ اردیبهشت ۱۳۸۹ ادامه دارد، که برابر با ۷۳۸ روز کاری می شود.

۸- متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه آن ها

متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل این تحقیق دو نوع هستند. یکی متغیرهای کنترل و دیگری متغیرهای مجازی.

۱- متغیرهای کنترل

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \times 100$$

www.SID.ir

R_t بازدهی بازار در روز t ، P_t شاخص قیمت و بازده نقدی در روز t و P_{t-1} شاخص قیمت و بازده نقدی در روز قبل است.

۲- متغیرهای مجازی^۱

در این تحقیق برای ضبط بازده غیرنرمال توسط مدل، از متغیر مجازی استفاده می‌کنیم تا بتوانیم میزان بازده غیرنرمال، برای هر سهم بانک را مشخص نمائیم. به این منظور برای متغیر مجازی، ارزش یک و برای روزهای دوره رخداد، ارزش صفر را و برای روزهای غیر رخداد در نظر می‌گیریم.

دوره مورد نظر برای هر رخداد را از یک روز قبل از اعلام رخداد (روز صفر) تا دو روز بعد از این رخداد در نظر می‌گیریم. در این پژوهش ۹ متغیر مجازی از D_1 تا D_9 به‌ازای هر رخداد تعریف شده است.

متغیر وابسته

متغیر وابسته این تحقیق بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران است. برای به‌دست آوردن بازده روزانه هر سهم، از قیمت هر سهم استفاده می‌شود. برای این منظور از معادله زیر برای محاسبه بازده روزانه سهام هر بانک استفاده می‌گردد.

$$R_{it} = (\ln P_{it} - \ln P_{it-1}) \times 100$$

که در آن R_{it} بازده روز آن سهم i در روز t $\ln P_{it}$ لگاریتم طبیعی قیمت سهام I در روز t ، $\ln P_{it-1}$ لگاریتم طبیعی قیمت سهام i در زمان $t-1$ (روز قبل) است.

۹- مدل اقتصاد سنجی تحقیق

برای این که بتوانیم تغییرات در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران را که به علت اعلام اخبار و گذاری سهام بانک ملت رخ داده است را بسنجیم، نیاز است تا تغییرات کلی در بازده بازار را ابتدا مشخص کنیم و از تغییرات در بازده روزانه سهام این بانک‌ها جدا کنیم تا بتوان بازده غیرنرمالی که به دلیل این واگذاری‌ها بوده است را به‌دست آورد. به همین منظور از مدل زیر استفاده می‌گردد:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{i1} R_{mt} + \beta_{i2} R_{mt-1} + \beta_{i3} R_{mt+1} + \lambda_t D_t + e_{it}$$

که در آن بازده سهم i در روز t R_{it} بازده بازار در روز t R_{mt} بازده بازار در روز $t-1$ R_{mt-1} و D_i متغیر مجازی است که برای دوره رخدادها برابر یک و در غیر این صورت صفر است که برای ضبط بازده‌های غیرنرمال به کار می‌رود. متغیرهای تأخیری و تقدیمی برای بهبود برآورد در مورد سهام‌های بانک‌هایی است که با سرعت و فراوانی سایرین مبادله نمی‌شوند (اوچر و چان، ۲۰۰۳: ۹۵۴).

این مدل شامل دو بخش می‌شود، بخش اول که مربوط به متغیرهای کنترل است و بخش دوم متغیرهای رخداد D_i هستند. در بخش کنترل عامل اصلی، بازده روزانه بازار در روز t و روز قبل و روز بعد از آن وجود دارند. بازده بازار از این جهت استفاده می‌شود تا حرکات عمومی بازار سهام را تحت کنترل قرار دهد (چن، لی و مشیریان، ۲۰۰۵: ۲۳۰۲).

برای این متغیرها در دوره هر رخداد، که از ۱ روز قبل از هر اعلام تا ۲ روز بعد از هر اعلام است، ارزش یک و در غیر این صورت صفر در نظر می‌گیریم. انتظار می‌رود مقدار ضریب برآوردی برای متغیرهای مجازی، در صورتی که عکس‌العمل بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی منفی بوده‌است، کوچک‌تر از صفر باشد و در صورتی که عکس‌العمل آن‌ها مثبت بوده‌است، بزرگ‌تر از صفر باشد. فرضیات این تحقیق با استفاده از ضرایب برآوردی برای این متغیرها آزمون می‌گردند.

۱۰- برآورد ضرایب مدل

از آنجایی که هدف ما در نظر گرفتن تمام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار است و دوره زمانی ما شامل ۷۳۸ روز می‌شود مجبور به استفاده از پانل دیتا هستیم. پانل ما در این پژوهش شامل هفت مقطع^۲ در طول سری زمانی^۳ با ۷۳۸ مشاهده است. تخمین مدل با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) باعث می‌شود برآوردی غیردقیق و با تورش داشته باشیم (اوچر و چان، ۲۰۰۳: ۹۵۴). به دلیل ماهیت داده‌ها، هدف تحقیق، نوع و توالی رخدادها، همبستگی هم‌زمان جملات باقیمانده و از طرفی به دلیل طولانی بودن مشاهدات سری زمانی و کم بودن تعداد مقاطع، از روش "رگرسیون" ظاهراً نامرتب (SUR) و با در نظر گرفتن اثرات ثابت، برای تخمین مدل استفاده می‌شود.

برخی عوامل غیر قابل مشاهده در جمله اختلال جای می گیرند و ممکن است تمام یا بخشی از افراد را در یک زمان تحت تاثیر قرار دهند که می تواند به کوواریانس هم زمان غیر صفر میان جملات اختلال دو فرد منجر شوند. بنابراین از طریق ساختار کوواریانس باقیمانده ها یک رابطه همبستگی هم زمان^۱ در مدل وارد می شود. این ایده اولین بار در مدل های "رگرسیون" ظاهراً نامرتبط (*SUR*) توسط زلنر^۲ در سال ۱۹۶۲ معرفی شد (اشرفزاده و مهرگان، ۱۳۸۷: ۴۷).

اگر همبستگی هم زمان بین معادلات وجود نداشته باشد، روش *OLS* می تواند به طور کارا برای تخمین تک تک معادلات به کار رود و نیازی به روش رگرسیون ظاهراً نامرتبط نیست.

همچنین در استفاده از روش های معمول تخمین پارامترهای مدل مانند *OLS* فرض می شود که جملات باقیمانده مستقل از یکدیگرند و به طور مشابه توزیع شده اند، در حالی که این مفروضات در این تحقیق، نقض شده اند. زیرا بانک های مورد نظر ما در معرض چند رخداد هم زمان و متوالی، قرار گرفته اند که این موضوع باعث نقض فرض های استقلال و توزیع مشابه جملات باقیمانده می شود^۳ (چن، لی و مشیریان، ۲۰۰۵: ۲۳۰۱).

مهم ترین مزیت استفاده از "رگرسیون" ظاهراً نامرتبط این است که در آزمون فرضیه ها، وابستگی هم زمان جملات اختلال به طور واضحی مدنظر قرار می گیرد (اوجر و چان، ۲۰۰۳: ۹۵۴). در مجموع زمانی که در پانل اندازه T بزرگ است و تعداد مقاطع (N) کم هستند استفاده از روش رگرسیون ظاهراً نامرتبط بهترین برآورد را به دست می دهد (اشرفزاده و مهرگان، ۱۳۸۷: ۴۷). پانل این تحقیق یک پانل غیرمتوازن^۴ است. زیرا تمام مقاطع دارای تعداد مشاهدات یکسان نیستند. در ابتدای پانل سه، بانک های اقتصاد نوین، پارسیان و کارآفرین هستند. تنها این سه بانک دارای تمامی ۷۳۸ مشاهده سری زمانی پانل هستند. در ادامه پانل، بانک های سینا، ملت، تجارت و صادرات هم وارد آن می گردند. بنابراین مجموع مشاهدات پانل ۳۵۸۲ مشاهده می باشد.

برای این منظور از نرم افزار آماری *Eviews* نسخه ۳ برای تخمین مدل استفاده می گردد.

نتیجه برآورد مدل نشان می‌دهد ضریب تعیین برابر با ۰/۰۳۶ است و ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر ۰/۰۲۶ است. همچنین آماره دوربین واتسون ۱/۷۲ می‌باشد. نتیجه برآورد ضرایب متغیرهای کنترل مدل در جدول ۲ مشاهده می‌شود.

جدول ۲ - ضرایب برآوردی برای متغیرهای کنترل مدل به تفکیک هفت مقطع (بانک) با استفاده از SUR

| متغیر بانک | | MR | MR _{t-1} | MR _{t+1} | C |
|--|-------------|----------|-------------------|-------------------|----------|
| اقتصاد نوین | ضریب | ۰/۲۳*** | ۰/۰۹۱ | ۰/۱۶۹ | -۰/۰۰۰۳۸ |
| | t-statistic | (۱/۶۴) | (۰/۷) | (۱/۳) | |
| پارسیان | ضریب | ۰/۴۱۱* | ۰/۰۳۶ | ۰/۳۶۳* | -۰/۰۰۰۲۴ |
| | t-statistic | (۳/۲۶) | (۰/۳۱۲) | (۳/۰۹۸) | |
| کارآفرین | ضریب | ۰/۳۴۱*** | ۰/۲۷۶*** | -۰/۰۶۶* | -۰/۰۰۰۱ |
| | t-statistic | (۲/۱۵) | (۱/۸۲) | (-۴/۴۱) | |
| سینا | ضریب | ۰/۵۵* | -۰/۰۶۴ | ۰/۱۲۵ | ۰/۰۰۰۷۳ |
| | t-statistic | (۴/۲۷) | (-۰/۵۴) | (۱/۰۵۷) | |
| ملت | ضریب | ۰/۱۲ | ۰/۳۰۳** | ۰/۰۵۷ | ۰/۰۰۰۴ |
| | t-statistic | (۰/۷۲) | (۳/۰۳۱) | (۰/۳۸) | |
| تجارت | ضریب | ۰/۳۳۹ | -۰/۰۱۵ | -۰/۱۶۴ | ۰/۰۰۰۹۹ |
| | t-statistic | (۱/۵۸۴) | (-۰/۰۸۳) | (-۰/۸۸) | |
| صادرات | ضریب | ۰/۱۰۹ | ۰/۱۴۷ | -۰/۱۱ | ۰/۰۰۰۳۷ |
| | t-statistic | (۰/۷۷) | (۱/۱۶۵) | (-۰/۹۸) | |
| <p>علامت * یعنی معنی‌دار بودن ضریب در سطح ۱ درصد، علامت ** یعنی معنی‌دار بودن ضریب در سطح ۵ درصد علامت *** یعنی معنی‌دار بودن ضریب در سطح ۱۰ درصد</p> | | | | | |

۱۱- نحوه آزمون فرضیه‌های تحقیق

برای اینکه فرضیه‌های تحقیق را آزمون کنیم از آماره *t-statistic* استفاده می‌کنیم. به این منظور ما قصد داریم در مدل خود، معنی‌دار بودن ضرایبی که مربوط به متغیر مجازی است را آزمون کنیم. برای آزمون کردن معنی‌دار بودن این ضرایب که توسط نرم افزار، تخمین زده

شده‌اند از آماره t استفاده می‌کنیم. روش دیگری که می‌توان فرضیه H_0 را آزمون کرد، استفاده از P -value در خروجی نتایج نرم‌افزار است که احتمال تأیید فرضیه H_0 را مبنی بر صفر بودن ضریب مورد نظر بیان می‌کند. اگر این احتمال از ۵ درصد بزرگتر بود H_0 را نمی‌توان ۹۵ درصد رد کرد و ضریب برآوردی در سطح ۵ درصد معنی‌دار نیست. در غیر این صورت ضریب مورد نظر در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنی‌دار است. همچنین اگر میزان P -value از ۱ درصد کمتر بود در سطح اطمینان ۹۹ درصد و اگر از ۱۰ درصد کمتر بود در سطح اطمینان ۹۰ درصد فرض H_0 رد می‌شود.

۱۲- نتایج تجربی

آزمون مانایی متغیرهای مدل

به جهت بررسی سری‌های زمانی پانل تحقیق، آزمون ریشه واحد پانل^۱ انجام گردید. به همین منظور از آزمون "دیکی فولر" تعمیم یافته^۲ استفاده می‌گردد (بالتاجی^۳، ۲۰۰۵: ۳۴۴). نتایج این آزمون نشان می‌دهد که سری‌های زمانی موجود در پانل مانا هستند. همچنین آماره کای دو آزمون برای کل پانل برابر ۱۳۰۵ و آماره Z این آزمون برابر ۳۴/۴- است که نشان دهنده مانایی کل پانل است.

نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

نتایج آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که P -value برابر ۵۱٪ است و آماره t برابر ۰/۶۵۵- است. پس فرض H_0 پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه اول تحقیق رد می‌شود. یعنی تصویب خصوصی سازی بانک ملت در هیئت واگذاری، باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران نشده است.

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان می‌دهد که آماره t برابر ۱/۳۵ است و P -value برابر ۱۷٪ است، پس فرض H_0 پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه دوم تحقیق رد می‌شود. یعنی اعلام سود هر سهم بانک، گزارش فعالیت و اعلام پیشنهاد خرید ۱۰ درصد سهام بانک ملت باعث

تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران نشده است.

نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق نشان می‌دهد که آماره t برابر $۰/۷۷-$ است و P -value برابر ۴۳% است، پس فرض H_0 پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه سوم تحقیق رد می‌شود. یعنی تبدیل مالکیت بانک ملت از دولتی به سهامی‌عام، باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران نشده است.

نتایج آزمون فرضیه چهارم تحقیق نشان می‌دهد که آماره t برابر $۰/۶۸۵-$ است و P -value برابر ۴۹% است، پس فرض H_0 پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه چهارم تحقیق رد می‌شود. یعنی ورود بانک ملت به تابلوی بورس با نماد وبملت باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران نشده است.

نتایج آزمون فرضیه پنجم تحقیق نشان می‌دهد که آماره t برابر $۱/۵۷-$ است و P -value برابر ۱۱% است، پس فرض H_0 پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه پنجم تحقیق رد می‌شود. یعنی واگذاری ۵% سهام بانک ملت باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران نشده است.

نتایج آزمون فرضیه ششم تحقیق نشان می‌دهد که آماره t برابر $۰/۳۱-$ است و P -value برابر ۷۵% است، پس فرض H_0 پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه ششم تحقیق رد می‌شود. یعنی واگذاری دو بلوک ۵% سهام بانک ملت در بورس باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران نشده است.

نتایج آزمون فرضیه هفتم تحقیق نشان می‌دهد که آماره t برابر $۱/۹۸-$ است و P -value برابر ۴% است، پس فرض H_0 رد می‌شود. بنابراین فرضیه هفتم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵% درصد پذیرفته می‌شود. یعنی واگذاری دو بلوک ۵% سهام بانک ملت در بورس باعث تغییر معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس، اوراق بهادار تهران شده است. این تغییر به میزان $۰/۶\%$ درصد کاهش در بازده روزانه آن‌ها بوده است.

نتایج آزمون فرضیه هشتم تحقیق نشان می‌دهد که آماره t برابر $۰/۴۴-$ است و P -value برابر ۶۵% است، پس فرض H_0 رد می‌شود. بنابراین فرضیه هشتم تحقیق رد می‌شود. یعنی واگذاری

دو بلوک ۰.۵٪ سهام بانک ملت در بورس، باعث تغییر معنی داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران نشده است.

نتایج آزمون فرضیه نهم تحقیق نشان می‌دهد که آماره t برابر $1/30$ است و P -value برابر ۱۹٪ است، پس فرض H_0 رد می‌شود. بنابراین فرضیه نهم تحقیق رد می‌شود. یعنی فروش بلوک ۰.۴٪ سهام بانک ملت باعث تغییر معنی داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران نشده است.

جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

| فرضیه تحقیق | ضریب برآورد شده | t -statistic | P -value | تأیید یا رد فرضیه تحقیق |
|--|-----------------|----------------|------------|-------------------------|
| فرضیه اول | -۰/۰۰۳۹ | -۰/۶۵۵ | ۵۱٪ | رد |
| فرضیه دوم | ۰/۰۰۷۱ | ۱/۳۵ | ۱۷٪ | رد |
| فرضیه سوم | -۰/۰۰۴۱ | -۰/۷۷ | ۴۳٪ | رد |
| فرضیه چهارم | ۰/۰۰۳۶ | ۰/۶۸۵ | ۴۹٪ | رد |
| فرضیه پنجم | -۰/۰۰۷۴ | -۱/۵۷ | ۱۱٪ | رد |
| فرضیه ششم | -۰/۰۰۰۸ | -۰/۳۱ | ۷۵٪ | رد |
| فرضیه هفتم | -۰/۰۰۶۵ | -۱/۹۸ | ۴٪ | تأیید** |
| فرضیه هشتم | -۰/۰۰۱۵ | ۰/۴۴ | ۶۵٪ | رد |
| فرضیه نهم | ۰/۰۰۳۱ | ۱/۳ | ۱۹٪ | رد |
| ** تأیید فرضیه با سطح اطمینان ۹۵ درصد. | | | | |

۱۳- نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات

بررسی کلی نتایج آزمون ۹ فرضیه پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در تمامی مراحل واگذاری سهام بانک ملت از طریق بورس، عکس‌العمل مشابه نشان نداده‌اند. بررسی نتایج نشان می‌دهد در پنج رخداد، از ۹ رخداد بانک‌ها عکس‌العمل ناچیز منفی داشته‌اند که ۴ مورد آن‌ها قابل ملاحظه نیست و تنها یک مورد قابل ملاحظه بوده است.

همچنین در ۴ رخداد دیگر، عکس‌العملی مثبت که قابل ملاحظه نیست، مشاهده می‌شود. می‌توان این عکس‌العمل‌ها را مرتبط با نگرشی که سرمایه‌گذاران نسبت به این رخدادها داشته‌اند، دانست. اگر چه به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران امیدوارند که با خصوصی شدن بانک ملت

که یکی از بزرگ‌ترین بانک‌های دولتی است یک رقیب اصلی و سودآور که دارای کارایی بالا است، وارد بورس شود که سودآوری خوبی برای آن‌ها داشته باشد.

اما نمی‌توان مدعی شد که این نگرش باعث شده‌است که علاقه آن‌ها به نگهداری سهام بانک‌های خصوصی کاهش یافته باشد. شاید دلیل این موضوع نگرش حرفه‌ای‌تر سرمایه‌گذاران به این واگذاری‌ها باشد. آن‌ها معتقدند این واگذاری‌ها موجب رشد و توسعه صنعت بانکداری خواهد شد و تأثیرات آن می‌تواند بر رشد منافع آن‌ها نیز بیافزاید.

از دیگر سو می‌توان عدم عکس‌العمل قابل ملاحظه نسبت به خصوصی‌سازی بانک ملت از طریق بورس را به نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به تغییراتی که ممکن است این رخداد بر مدیریت و کنترل این بانک داشته‌باشد، مربوط دانست. این که آیا این تغییرات بتواند موجب انتقال کنترل و سیاست‌گذاری بانک از دولت بخش دولتی به بخش خصوصی شود یا نه، بر تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌تواند، اثرگذار باشد. آن‌ها انتظار دارند در کنار مالکیت بانک، کنترل، مدیریت و سیاست‌گذاری بانک هم به بخش خصوصی انتقال یابد.

همچنین وجود عرضه‌های بلوکی نیز توانایی خریداران خرد را در سرمایه‌گذاری اولیه در سهام عرضه شده کاهش می‌دهد. اگر چه قیمت معامله بلوکی، علائمی را به سرمایه‌گذاران می‌دهد اما عدم واگذاری کامل سهام این بانک از طریق بورس و واگذاری از طریق سایر روش‌ها، دغدغه میزان ادامه مدیریت و کنترل دولت بر این بانک را به‌وجود می‌آورد که در روند سرمایه‌گذاری آن‌ها مؤثر است.

بدین وسیله پیشنهادات زیر در جهت بهبود اثرات خصوصی‌سازی بانک‌ها و بهبود نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به این واگذاری‌ها پیشنهاد می‌گردد:

۱- سیاست‌گذاران خصوصی‌سازی هم‌زمان با واگذاری مالکیت بانک‌های دولتی اقدام به واگذاری مدیریت و کنترل این بانک‌ها نیز بنمایند تا بخش خصوصی بتواند با اطمینان بیشتری در این بانک‌ها سرمایه‌گذاری کنند.

۲- از آن جایی که بخشی از سهام این بانک به سایر روش‌ها خصوصی‌سازی شده‌است، سرمایه‌گذاران نسبت به نحوه مدیریت و کنترل و نظارت خود بر بانک واگذارشده اطمینان حاصل کند.

- ۳- دولت با بهبود شاخص‌های کسب و کار و کاهش تصدی‌گری خود فضا را برای حضور فعال‌تر بخش خصوصی در عرصه صنعت بانک‌داری، فراهم نماید.
- ۴- دولت از سرمایه‌گذاران خارجی که علاقمند به سرمایه‌گذاری در داخل کشور و خرید بنگاه‌های دولتی و علی‌الخصوص بانک‌ها هستند، استفاده بهینه نماید. مخصوصاً آن‌هایی که علاوه بر سرمایه، روش‌های نوین مدیریتی و تکنولوژی‌های جدید را وارد ساختار سازمان می‌کنند.
- ۵- دولت با کاهش حجم بلوک‌های فروشی، قدرت خرید سهام این بنگاه‌ها را برای سرمایه‌گذاران خرد بیش‌تر فراهم کند تا فرهنگ سهام‌داری در کشور تقویت گردد.
- به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود به‌هنگام خرید بنگاهی که برای اولین بار عرضه می‌شود پس از دقت و برآورد ارزش واقعی، اقدام به خرید نمایند. به‌نظر می‌رسد معمولاً اولین واگذاری‌ها، بازده کوتاه مدت خوبی را نصیب سرمایه‌گذار خواهند کرد.

فهرست منابع و مآخذ:

- ۱- اسلامی‌بیدگلی، غلامرضا؛ قالیباف اصل، حسن و عالی‌شوندی، عبدالله (۱۳۸۸)، " بررسی آثار تغییر حدنوسان قیمت سهام بر نوسان بازار، بازدهی بازار، تعداد دفعات معامله، اندازه معاملات و سرعت گردش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله تحقیقات مالی*، شماره ۲۷، صص ۳-۲۲.
- ۲- اشرف‌زاده، سید حمیدرضا؛ مهرگان، نادر (۱۳۸۷)، *اقتصادسنجی پانل دیتا*، انتشارات مؤسسه تحقیقات تعاون دانشگاه تهران، تهران.
- ۳- اندرس، والتر (۱۳۸۶)، *اقتصادسنجی سری‌های زمانی*، (جلد اول)، ترجمه مهدی صادقی و سعید شوال‌پور، انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، تهران.
- ۴- طالب‌نیا، قدرت‌الله؛ محمدزاده سالطه، حیدر (۱۳۸۴)، "تأثیر خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر بازده سهام آن‌ها"، *مجله تحقیقات مالی*، شماره ۱۹، صص ۹۷-۱۱۵.
- ۵- لشکری، محمد (۱۳۸۹)، *پول و ارز و بانک‌داری*، انتشارات دانشگاه پیام نور.
- ۶- نخعی، کریم (۱۳۸۷)، "نقش خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی در افزایش بازده سهام آن‌ها"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد به راهنمایی علیرضا مهرآذین، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور.

- 7- Baltagi, B(2005). *Econometrics Analysis of Panel Data*. John Wiley & Sons Ltd. Third Edition. Chichester.
- 8- Chen, Z; Li, D & Moshirian, F,(2005). China_s financial services industry: The intra-industry effects of privatization of the Bank of China Hong Kong. *Journal of Banking & Finance* 29. PP 2291–2324.
- 9- Dimova. D, (2004), *The Benefits of Privatizing Banks To Strategic Foreign Investors: A Survey of Central And Eastern Europe*, Stanford University, PP 1-82.
- 10- Otchere, I, (2005), *Do Privatized Banks In Middle- And Low-Income Countries Perform Better Than Rival Banks? An Intra-Industry Analysis of Bank Privatization*. *Journal of Banking & Finance* 29, PP 2067–2093.
- 11- Otchere, I; Chan, J, (2003), *Intra-Industry Effects of Bank Privatization: A Clinical Analysis of The Privatization of The Commonwealth Bank of Australia*. *Journal of Banking & Finance* 27, PP 949–975.

Archive of SID