



تأثیرات خصوصی سازی 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 خصوصی سازی کشور دمیده شد. طبق قوانین مصوب، مقرر گردید که کلیه بانک‌های دولتی به جز بانک ملی و سپه به بخش خصوصی واگذار گردند. بانک ملت پس از طی مراحل قانونی به عنوان 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 این که 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 رخدادهای 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، عکس العمل 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 معنی داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌ایم.

۱- این پژوهش از نتایج پایان نامه کارشناسی ارشد آقای سید مرتضی هژبرالساداتی و به راهنمایی دکتر 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: G21, G14

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 به عنوان اولین بانک دولتی در بهمن ماه سال ۱۳۸۷ از طریق بورس اوراق بهادار تهران واگذار گردید.

۲- بیان مسئله

اعلام خصوصی سازی، می تواند بر روی بازده روزانه سهام بانک های رقیب، تأثیر بگذارد. انتظارات بازار از خصوصی سازی یک بانک دولتی می تواند از روی تأثیرات اعلام خصوصی سازی یک بانک دولتی بر روی بازده سهام بانک ها و مؤسسات مالی خصوصی موجود در بازار اوراق بهادار درک شود. سرمایه گذاران با توجه به علایمی که از سوی بازار و همچنین اخباری که دریافت می کنند، اقدام به تصمیم گیری می نمایند. یکی از ویژگی های جالب بازار سهام آن است که به نظر می رسد در این بازار حوادث بد، نسبت به حوادث خوب تأثیر نمایان تری 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) می یابد را اصطلاحاً اثر اهرمی می گویند. به عبارتی، نوسانات در پی خبر بد بیشتر از نوسانات در پی خبر خوب است (اندرس^۱، ۱۳۸۶: ۲۵۱). نگرشی که سرمایه گذاران و مدیران بانک های خصوصی نسبت به خصوصی سازی بانک ملت دارند و تصمیماتی که مدیران ممکن است بگیرند، می تواند منجر به تصمیم گیری سرمایه گذاران، برای خرید یا فروش سهام بانک های خصوصی رقیب بانک ملت و یا عدم نشان دادن عکس العمل خاص شود. عکس العمل خریداران به نوعی همان عکس العمل سهام بانک ها شناخته می شود، زیرا آن ها با خرید و فروش سهام این بانک ها بازده روزانه را تغییر می دهند. تاکنون دلایل متفاوتی برای توجیه عکس العمل های متفاوت آن ها بیان شده است که در زیر آورده می شود:

اعلام خصوصی سازی می تواند به علل متفاوتی موجب عکس العمل مثبت بانک های رقیب شود. اولاً: مقررات زدایی که همراه با فرایندهای خصوصی سازی به وجود می آید، می تواند موجب باز شدن قفل هایی شود که مانع فرصت های 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 کاراتر 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 آمده است که می تواند بر کاهش قیمت های خدمات صنعت مؤثر باشد، این اعلام موجب کاهش سودآوری رقبا خواهد شد و طبیعتاً بازده آن ها عکس العمل منفی به این اعلام، نشان خواهند داد (اوپر، ۲۰۰۵: ۲۰۷۳-۲۰۷۲). اما شاید مهم ترین دلیلی را که برای عدم عکس العمل به خصوصی سازی بتوان برشمرد، عدم وجود نگرش مثبت از طرف سرمایه گذاران به این سیاست باشد. زمانی که آن ها این خصوصی سازی ها را فاقد اثرات مثبت بدانند، نسبت به این عمل عکس العمل ملموسی را نشان نمی دهند. عدم وجود فضای رقابتی، دخالت بیش از اندازه دولت در بنگاه های واگذار شده، دستوری بودن بیش تر بخش های اقتصاد و... می تواند منجر به آن شود که سرمایه گذار، امیدی به سرمایه گذاری در صنعت بانکداری به منظور دستیابی به بازده بالا را نداشته باشد. از سوی دیگر عدم اطلاع رسانی کامل و شفاف از وضعیت بنگاه هایی که واگذار شده اند، باعث بالاتر رفتن ریسک سرمایه گذاری در آن ها می شود و در نتیجه میزان مشارکت سرمایه گذاران کاهش می یابد.

۳- ضرورت و اهمیت انجام تحقیق

از آن جایی که امروز هنوز در ابتدای راه واگذاری بانک های دولتی قرار داریم نیاز مبرمی به بررسی اثرات واگذاری اولین بانک واگذار شده وجود دارد، تا بتوان از نتایج آن در جهت برنامه ریزی صحیح تر برای واگذاری های آتی بانک های دولتی استفاده کرد و بدین وسیله از تأثیرات منفی احتمالی بر قیمت سهام و بازده سرمایه گذاران جلوگیری کرد. همچنین برای ایجاد نگرشی مثبت بین سرمایه گذاران نسبت به این سیاست ها، باید ابتدا این نگرش را سنجید. به همین دلیل باید عکس العملی که سرمایه گذاران به این واگذاری نشان داده اند را به عنوان نتیجه نگرش آن ها به این خصوصی سازی مورد بررسی قرار گیرد.

این تحقیق از دو جنبه دارای اهمیت است:

۱- بر خلاف تحقیقات صورت گرفته متعددی که در مورد جنبه های مختلف خصوصی سازی مؤسسات غیرمالی انجام شده، عکس العمل سرمایه گذاران به واگذاری ها هنوز مورد بررسی قرار نگرفته است.

۲- این اولین تحقیقی است که در جهت ارزیابی اثر درون صنعتی^۱ واگذاری 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 خصوصی سازی 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 خصوصی سازی، 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: ۹۷-۱۱۵). "نخعی" (۱۳۸۷) در تحقیقی به بررسی نقش خصوصی سازی 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 خصوصی سازی بازده سهام شرکت‌های خصوصی شده تغییر معناداری داشته است. وی دوره پژوهش (۱۳۸۴-۱۳۷۶) را برای این شرکت‌ها به دوره قبل از خصوصی سازی و بعد از خصوصی سازی تقسیم کرده است. سپس با بررسی میانگین بازده آن‌ها، فرضیه تحقیق خود را مبنی بر بهبود بازده سهام شرکت‌ها پس از خصوصی سازی را مورد تأیید قرار می‌دهد (نخعی، ۱۳۸۷: ۱).

"اوچر" و "چان"^۲ (۲۰۰۳) به بررسی تأثیرات اعلام واگذاری 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 واگذاری‌ها 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).

1-Intra-Industry

2-Otchere and Chan

"دیموا"^۱ (۲۰۰۴) به بررسی مزایای فروش بانکها به سرمایه گذاران خارجی در کشورهای اروپای شرقی و مرکزی می پردازد و بیان می کند که بانکهای خصوصی شده که به سرمایه گذاران خارجی فروخته شده اند عملکرد بهتری نسبت به بانکهایی دارند که به سرمایه گذاران داخلی فروخته شده اند. او با استفاده از روش مرز تصادفی و از شاخص های نقدینگی به کل دارایی ها، سود حاشیه ای خالص، بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام استفاده می کند. اگر چه این تفاوت عملکردی در برخی از موارد از نظر آماری قابل ملاحظه نبودند (دیموا، ۲۰۰۴: ۸۲-۱).

"اوچر"^۲ (۲۰۰۵) به یک بررسی جامع پیرامون عملکرد قبل و بعد از خصوصی سازی بانکهای خصوصی شده، نسبت به بانکهای خصوصی در کشورهای با درآمد کم و متوسط پرداخته است. یافته های او حاکی از آنست که بانکهای خصوصی موجود در کوتاه مدت، عکس العمل منفی نسبت به واگذاری بانکهای دولتی داشته اند. که این عکس العمل در مورد واگذاری ها در مراحل بعدی آن مشخص تر بود. همچنین آن ها دریافتند که بازده های تعدیل شده با بازار و بازده های بلندمدت، حاکی از آن است که بهبود عملکرد مورد نظر سرمایه گذاران از خصوصی سازی بانکها در حد انتظار برآورده نشده است. البته بخشی از این موضوع را به دلیل این که تنها بخشی از بانکها خصوصی سازی شده بودند، توجیه می گردد. او همچنین دریافت سهام دارانی 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"^۳ (۲۰۰۵) تأثیرات درون صنعتی واگذاری بانک "چین-هنگ کنگ"^۲ 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 عکس العمل منفی نشان داده اند. به طوری که بازده سهام این بانکها و مؤسسات مالی با کاهش قابل ملاحظه ای مواجه بوده و همچنین آن ها نشان می دهند که عملکرد بانک و اگذار شده نسبت به رقبایش بهتر بوده است (چن، لی و مشیریان^۳، ۲۰۰۵: ۲۳۲۴-۲۲۹۱).

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

1-Dimova

2-The Bank of China Hong Kong

3-Chen, Li and Moshirian

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.

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

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

فرضیه پنجم: واگذاری ۵٪ سهام بانک ملت در بورس باعث تغییر معنی داری در بازده هر روز آن سهام بانک های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه ششم: واگذاری دوبلوک ۵٪ سهام بانک ملت در بورس باعث تغییر معنی داری در بازده روزانه سهام بانک های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه هفتم: واگذاری بلوک ۴٪ سهام بانک ملت در بورس باعث تغییر معنی داری در بازده روزانه سهام بانک های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه هشتم: عرضه بلوک ۴٫۹۶٪ که فروش نرفت باعث تغییر معنی داری در بازده روزانه سهام بانک های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

فرضیه نهم: فروش بلوک ۴٪ سهام بانک ملت باعث تغییر معنی داری در بازده روزانه سهام بانک های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

۶- روش تحقیق

روش تحقیق شامل سه مرحله شناسایی، تجزیه و تحلیل و نتیجه گیری می شود. در این پژوهش ابتدا به مسئله 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 بومی سازی گردیده و پس از شناخت متغیرهای تحقیق، اقدام به جمع آوری داده های مورد نیاز برای تخمین مدل شده است. نهایتاً با برآورد ضرایب مدل و بررسی معنی داری آن ها فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار گرفته اند.

۷- جامعه آماری و قلمرو زمانی تحقیق

در این تحقیق سهام کلیه بانک های خصوصی که سهام آن ها در تابلوی بورس اوراق بهادار تهران معامله می شوند، 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 می گردید. 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 به‌عنوان 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 می‌شود. از آنجایی که ما قصد بررسی اثرات واگذاری را در ۹ اعلام واگذاری بر بازده، سهام بانک‌های 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 می‌گیرد.

برای این که بتوانیم تغییرات بر بازده روزانه سهام بانک‌های 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 به‌نحوی در نظر بگیریم که سری زمانی موجود در پانل دیتا بتواند به‌خوبی 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 می‌گردد 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 آنجایی که اولین رخداد در تاریخ ۲۰ تیرماه ۱۳۸۶ رخ داده‌است، روز آغاز دوره ما ۲۷ فروردین ماه ۱۳۸۶ می‌باشد و تا ۱۲ اردیبهشت ۱۳۸۹ ادامه دارد، که برابر با ۷۳۸ روز کاری می‌شود.

۸- متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه آن‌ها

متغیرهای مستقل

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

۱- متغیرهای کنترل

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

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 اقتصادسنجی تحقیق

برای این که بتوانیم تغییرات در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران را که به علت اعلام اخبار واگذاری 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_t 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^۱ 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 نامرتبط (SUR) و با در نظر گرفتن اثرات ثابت، برای تخمین مدل استفاده می‌شود.

1-Panel Data
2-Cross section
3-Time series

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" ظاهر نامرتب (SUR) توسط زلنر^۲ در سال ۱۹۶۲ معرفی شد (اشرف زاده 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 ظاهر نامرتب 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" ظاهر نامرتب این است که در آزمون فرضیه ها، وابستگی هم زمان جملات اختلال به طور واضحی مدنظر قرار می گیرد (اوپر و چان، ۲۰۰۳: ۹۵۴). در مجموع زمانی که در پانل اندازه T بزرگ است و تعداد مقاطع (N) کم هستند استفاده از روش رگرسیون ظاهر نامرتب بهترین برآورد را به دست می دهد (اشرف زاده 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.

1-Contemporaneous Correlation

2-Zellner

3-Zellner

4-Unbalanced

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.

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	۰/۳۴۸***	۰/۲۷۶***	-۰/۰۶۶*	-۰/۰۰۰۰۱
	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	۰/۰۰۰۰۴
	t-statistic	(۰/۷۲)	(۲/۰۳۱)	(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)	

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

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

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 مانایی 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 بانک-های 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

1-Panel Unit Root Test

2-Augmented Dickey Fuller (ADF)

3-Baltagi

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 $0/77-$ است و P -value برابر 43% است، پس فرض H_0 پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه سوم تحقیق رد می‌شود. یعنی تبدیل مالکیت بانک ملت از دولتی به سهامی عام، 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 $0/685$ است و P -value برابر 49% 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 $1/57-$ است و P -value برابر 11% است، پس فرض H_0 پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه پنجم تحقیق رد می‌شود. یعنی واگذاری 5% 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 $0/31-$ است و P -value برابر 75% است، پس فرض H_0 پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه ششم تحقیق رد می‌شود. یعنی واگذاری دو بلوک 5% 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 $1/98-$ است و P -value برابر 4% است، پس فرض H_0 رد می‌شود. بنابراین فرضیه هفتم تحقیق در سطح اطمینان 95 درصد پذیرفته می‌شود. یعنی واگذاری دو بلوک 5% 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 $0/6$ درصد کاهش در بازده روزانه آن‌ها بوده است.

نتایج آزمون فرضیه هشتم تحقیق نشان می‌دهد که آماره t برابر $0/44$ است و P -value برابر 65% است، پس فرض H_0 رد می‌شود. بنابراین فرضیه هشتم تحقیق رد می‌شود. یعنی واگذاری

دو بلوک 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 ۱/۳۰ است و P -value برابر ۱۹٪ است، پس فرض H_0 رد می‌شود. بنابراین فرضیه نهم تحقیق رد می‌شود. یعنی فروش بلوک ۴٪ سهام بانک ملت باعث تغییر معنی داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران نشده است.

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
علامت ** یعنی تأیید فرضیه با سطح اطمینان ۹۵ درصد.				

جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

۱۳- نتیجه‌گیری و آرایه 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 به وجود 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 نمایند تا بخش خصوصی بتواند با اطمینان بیشتری در این بانک‌ها سرمایه‌گذاری کنند.

۲- از آنجایی که بخشی از سهام این بانک به سایر روش‌ها خصوصی‌سازی شده‌است، سرمایه‌گذاران نسبت به نحوه مدیریت و کنترل و نظارت خود بر بانک واگذار شده 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- اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ قالیباف اصل، حسن و عالیشوندی، عبدالله، ۱۳۸۸، " بررسی آثار تغییر حدنوسان قیمت سهام بر نوسان بازار، بازده ی 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 شوال پور، 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 مهرآدین، 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.