



پژوهشنامه‌ی اقتصاد کلان

علمی - پژوهشی

سال هشتم، شماره‌ی ۱۵، نیمه‌ی اول ۱۳۹۲

بررسی نقش خصوصی سازی بر نقد شوندگی سهام بورس اوراق بهادار تهران

محمود یحیی زاده‌فر*

شهاب الدین شمس**

معصومه حسینی دل‌دوست***

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۶/۱۵

تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۹/۳۰

چکیده

تحقیق حاضر ارتباط میان خصوصی‌سازی و نقدشوندگی سهام را در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی در بازه‌ی زمانی ابتدای سال ۱۳۸۲ تا انتهای سال ۱۳۸۷ به طور ماهانه مورد بررسی قرار می‌دهد. پایایی^۱ متغیرهای الگو قبل از برآورد الگو مورد بررسی قرار گرفت که برای این منظور از آزمون ریشه واحد^۲ و دیکی-فولر تعمیم یافته^۳ (ADF) استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که رابطه‌ی معناداری میان خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و نقدشوندگی بازار سهام با استفاده از دو معیار گردش معاملات بازار و عدم نقدشوندگی آمیهد وجود ندارد؛ ولی اخبار بین‌المللی تأثیر مستقیمی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

واژه‌های کلیدی: نقدشوندگی، نسبت گردش سهام، معیار آمیهد، خصوصی‌سازی،

بورس اوراق بهادار تهران

طبقه بندی JEL : A12,G14,G18,H11

* نویسنده‌ی مسئول - دانشیار گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه مازندران Email: m.yahyazadeh@umz.ac.ir

** استادیار گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه مازندران

*** کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه مازندران

1- Stationary

2- Unit Root Test

3- Augmented Dickey-Fuller Test

۱- مقدمه و تبیین موضوع

محدود کردن حوزه ی عمل دولت در پژوهش های اقتصادی سابقه ای دیرینه دارد. ماهیت وجودی دولت در کشور باید به گونه ای باشد که دولت به فعالیت های متداول اقتصادی نپردازد. خصوصی سازی در مفهوم متداول آن، گسترش مشارکت مردمی در برنامه های ملی، از طریق محدود کردن حوزه عمل دولت در ادبیات اقتصادی سابقه ای دیرینه دارد. ماهیت وجودی دولت در کشور باید به گونه ای باشد که دولت به فعالیت های متداول اقتصادی نپردازد. خصوصی سازی در مفهوم متداول آن، گسترش مشارکت مردمی در برنامه های ملی، از طریق ایجاد انگیزه برای افزایش تولید ملی است و به عنوان یک ضرورت ملی قلمداد می شود. در این زمینه بازار سرمایه که یکی از مهم ترین نهادهای مالی به شمار می آید، نقش به سزایی در هدایت جریانانی نقدی و ثروت جامعه به سمت فعالیت های اقتصادی سودآور و با دورنمای بلند مدت دارد و از این طریق زمینه ساز استفاده بهتر از امکانات و ابزارهای تولید و بهره مندی مستمر و همگانی از آثار آن می شود. نقش دولت در هدایت اقتصاد کشور های در حال توسعه ی در دهه ی ۶۰ در قرن گذشته به اوج خود رسید. علی رغم مخالفت های زیاد در آغاز خصوصی سازی، تجربه ی خصوصی سازی عموماً در کشور های توسعه ی یافته موفقیت آمیز بوده است. از طرف دیگر، تجربه ی خصوصی سازی در بیش تر کشور های در حال توسعه ی خیلی متنوع نبوده، به طوری که فروش شرکت های دولتی نتایج امیدوار کننده ای را در بر نداشته است (الرباعی فلاح^۱، ۲۰۰۳).

توسعه ی بازار سهام از طریق خصوصی سازی در آلمان در دهه ی ۶۰ یکی از اولین تجربیات تلقی می شود (ایسر، ۱۹۹۴). غالباً افزایش مشارکت سرمایه گذاران و تجدید حیات بورس های ملی از اولویت های برنامه ی خصوصی سازی نه تنها در کشور انگلستان بلکه در کشور های فرانسه، اسپانیا، ایتالیا بوده است (ویکرز و جارو^۲، ۱۹۸۸؛ دومز و جونمایتر^۳، ۱۹۹۴ و چیری و پانتا^۴، ۱۹۹۴).

1- Al-Roubaiee Falah Ali
 2- Vickers, J. and Jarrow, G
 3- Dumez, H. and Jeunemaitre, A
 4- Chiri, S. and Panetta, F

تأثیرگذاری خصوصی سازی بر رشد بازار سرمایه و به طور مشخص بورس اوراق بهادار می تواند با شاخص‌هایی از قبیل، ارزش بازار، ارزش معاملات و نقدشوندگی، زیر ساخت‌های بازار، اطلاع رسانی و آموزش، افزایش تعداد سهامداران و بهبود مالکیت فردی اندازه گیری شوند. مطالعات نشان می‌دهد که بین خصوصی سازی و توسعه ی بازارهای مالی ارتباط معناداری وجود دارد. برای مثال، سرمایه گذاری در بازار سهام (حجم معاملات سهام) در کشورهای توسعه ی یافته عضو اتحادیه ی اروپا از یک حجم ۴۰۰ بلیون دلار در سال ۱۹۸۳ به بیش از ۱۸ تریلیون دلار در سال ۲۰۰۲ (بعد از اجرای برنامه ی خصوصی سازی) رسیده است (مگینسون^۱، ۲۰۰۵). ایالات متحده نیز تنها با اجرای خصوصی سازی محدود یک رشد نمایی را در سرمایه گذاری و حجم معاملات در طی همان سال تجربه کرده است (برتولوتی^۲ و دیگران، ۲۰۰۷). در واقع توسعه ی بازارهای مالی یکی از اهداف اولیه و اساسی برنامه ی خصوصی سازی در کشورهای توسعه ی یافته است و تصمیمات درباره ی برنامه خصوصی سازی از طریق توسعه ی فرصت های متنوع سرمایه گذاری جهشی را در بازار سهام اقتصادی ایجاد می‌کند. (پاگانو^۳، ۱۹۹۵ و سابرامانیام و تیتمن^۴، ۱۹۹۹). به علاوه برنامه ی خصوصی سازی با قابلیت خصوصی سازی و عرضه ی سهام در بورس‌های داخلی و خارجی موانع اطلاعاتی سرمایه گذاران را کاهش و حجم معاملات را افزایش خواهد داد و در نتیجه باعث افزایش نقدشوندگی خواهد شد (چیسا و نیکودانو^۵، ۲۰۰۳). با توجه به این که اخیراً مسأله ی خصوصی سازی در ایران شتاب بیش تری یافته و مطالعات و تحقیقات گذشته نیز نشان می‌دهد که آثار خصوصی سازی به شکل افزایش کارایی، بهبود وضع مالی دولت، گسترش بازارهای سرمایه و نظایر آن در جامعه ظاهر می‌شود؛ لذا در تحقیق حاضر رابطه ی خصوصی سازی شرکت ها با نقدشوندگی بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می گیرد.

1- Megginson, William

2- Bortolotti & et.al

3- Pagano

4- Subrahmaniam & Titman

5- Chiesa & Nicodano

۲- مبانی نظری و پیشینه ی تحقیق

۲-۱- مبانی نظری

اصولاً دلایل اقتصادی زیادی برای انجام خصوصی سازی وجود دارد که مهم ترین دلیل ایجاد رقابت سودمند است. اهداف خصوصی سازی با توجه به ویژگی های اقتصادی و موقعیت هر کشور با یک دیگر متفاوت خواهد بود. البته این اهداف دارای فصول مشترک نیز می باشند که مهم ترین آن افزایش کارایی واحدهای اقتصادی است؛ اما اهدافی که تقریباً مورد نظر اکثر کشورهایی که اقدام به خصوصی سازی کرده اند شامل کوچک سازی بخش های دولتی و انتقال مالکیت، افزایش کارایی، کاهش کسری بودجه ناشی از پرداخت یارانه، مقررات زدایی و اصلاح قوانین، افزایش رقابت، ایجاد انگیزه در کارکنان شرکت، گسترش بازار سرمایه هستند (کابلی زاده، ۱۳۸۴). توسعه ی بازار سهام غالباً توسط دولت ها به عنوان هدف اصلی فرایند خصوصی سازی مطرح شده است. درحقیقت فروش شرکت های دولتی از طریق انتشار سهام در بازار سهام انتظار می رود تا نقدشوندگی و اندازه ی بازار سهام را افزایش دهد. فروش شرکت های دولتی می تواند از طرق زیر مؤثر باشد:

۱- از طریق مشارکت سرمایه گذاران خارجی و سرمایه گذاران داخلی

۲- از طریق اعتماد سازی

اگر چه به لحاظ نظری انتظار می رود تا فرایند خصوصی سازی بر توسعه ی بازار سهام تأثیر مثبت داشته باشد؛ این موضوع به دولت می تواند این علامت را بدهد که تعهدات دولت باید به سمت تعیین سیاست بازار و سیاست ریسک کم متمایل شود. مسلماً چنان چه بیش تر معاملات خصوصی سازی در خارج از بازار سهام صورت گیرد، در آن صورت نتایج مثبتی برای بازار سهام وجود نخواهد داشت. این در حقیقت همان چیزی است که در بیش تر کشور های در حال توسعه ی اتفاق افتاده است. علاوه بر این اعتمادسازی سرمایه گذاران باید در یک محیطی صورت پذیرد که هیچ ترسی از مصادره یا سلب مالکیت وجود نداشته باشد. اگر مجموعه ی اصلاحات مورد نظر بهینه نباشند و دولت ها خصوصی سازی را آغاز کنند سبب می شود تا نتایج مثبت قابل انتظار به علت موارد تغییر در قوانین، برداشتن موانع برای سرمایه گذاران خارجی و آزادسازی بازار به

طور هم زمان به تعویق افتد. از طرف دیگر چنان چه بازار سهام توسعه ی یافته نباشد، عمل خصوصی سازی غیرممکن خواهد بود (ناصر، بوبکری و قاضوانی^۱، ۲۰۰۹).

یکی از دلایل حمایت از خصوصی سازی توسعه ی بازار سهام است. بازار سهام می تواند با شاخص های متعددی مانند افزایش در تعداد شرکت های پذیرفته شده در بورس، سرمایه گذاری در بازار سهام و نقد شوندگی سهام در بازار مورد بررسی قرار گیرد. نقد شوندگی به سه دلیل زیر به عنوان اساسی ترین معیار تلقی می شود: ۱- سرمایه گذاران به جای اندازه ی بازار به نقدشوندگی بازار توجه دارند؛ زیرا نقدشوندگی تأثیر مستقیم بر سود ناشی از انجام معاملات دارد. برای مثال سفارش فروش در یک بازار ضعیف قیمت دارایی و در آمد فروشندگان را کاهش می دهد. غالباً شرکت ها به موضوع نقدشوندگی نسبت به اندازه ی بازار ثانویه بیش تر توجه دارند؛ زیرا نقدشوندگی بر هزینه ی افزایش سرمایه اثر می گذارد. چنان چه سرمایه گذاران انتظار داشته باشند که نقدشوندگی بازار بیش تر شود، آنان مایل به پرداخت قیمت بالاتر برای انتشار یک سهم می باشند. ۲- بعضی از تئوری ها اشاره دارند که بین اندازه ی بازار سهام با نقدشوندگی آن رابطه وجود دارد. بنابراین وقتی نقدشوندگی بازار افزایش می یابد، باعث بهبود و افزایش در اندازه ی بازار سهام می شود. ۳- رشد و رفاه اقتصادی غالباً به آگاهی از قیمت بازار سهام مربوط می شود. این موضوع به نقدشوندگی بازار به جای اندازه ی بازار ارتباط دارد؛ زیرا سود تحلیل گران مالی در بازار ضعیف بسیار اندک است (چیسا و نیکودانو^۲، ۲۰۰۳).

۲-۱-۱- روش های خصوصی سازی

روش های متعدد و متنوعی برای واگذاری سهام مؤسسات بخش دولتی به بخش خصوصی وجود دارد. اما آنچه مسلم است این که خصوصی سازی در هر کشوری در چارچوب ویژگی های فرهنگی، سیاسی و اقتصادی آن کشور و با توجه به اهدافی که برای برنامه های خصوصی سازی تدوین شده مسیر خاص خود را طی خواهد کرد.

1- Naceur, Samy Ben, Boukbakri, Narjess Ghazouani

2- Chiesa, Gabriella, Nicodano, Giovaanna

روش‌های خصوصی‌سازی از انتقال صد در صد مالکیت سهام واحد ها تا انتقال درصد کمی از مالکیت سهام واحدهای دولتی در نوسانند و حتی در برخی موارد بدون انتقال هیچ گونه مالکیتی فقط اقدام به واگذاری مدیریت و نحوه ی اداره ی بنگاه‌ها و مؤسسات می شود. معمول‌ترین روش‌های به کار گرفته شده به جهت خصوصی‌سازی واحدهای دولتی را می‌توان به دو دسته طبقه بندی کرد: خصوصی‌سازی همراه با واگذاری مالکیت و خصوصی‌سازی بدون واگذاری مالکیت (کميجانی، ۱۳۸۲).

۲-۱-۲- مفهوم نقدشوندگی و مفاهیم مرتبط با آن

قابلیت نقدشوندگی یک دارایی به معنای امکان فروش سریع آن است. هر چه بتوان یک دارایی را سریع‌تر و با هزینه ی کمتری به فروش رساند قابلیت نقدشوندگی آن بیش تر است (یحیی زاده فر و همکاران). هر چه نقدشوندگی سهام بیش تر باشد، تعداد سفارش‌های بالقوه‌ی متقابل برای سفارش‌های انجام نشده بیش تر است و بنابراین احتمال انطباق مطلوب سفارش‌ها افزایش می‌یابد. بنابراین نقدشوندگی سهام عامل مهمی در رشد و توسعه ی بازارها محسوب می‌شود. نقدشوندگی سهام در بازارهای ثانویه در موفقیت عرضه های عمومی^۱ نقش تعیین کننده‌ای دارد و موجب کاهش هزینه و ریسک پذیرهنویس‌ها^۲ و بازارگردانان^۳ می‌شود. بنابراین از دیدگاه کلان وجود بازارهای سرمایه با نقد شوندگی سهام برای تخصیص کارای سرمایه ضروری است (آچاریا و پدرس،^۴ ۲۰۰۵).

بیش تر تحقیقات انجام شده در زمینه ی اندازه گیری نقدشوندگی بر روی ابعاد مختلفی از نقدشوندگی دارایی‌های مالی منفرد تمرکز کرده‌اند. نتایج این تحقیقات حاکی از آن است که هیچ تعریف مشخص واحد که به طور تئوریک صحیح یا جهان شمول باشد از نقدشوندگی وجود ندارد. ویژگی های مربوط به بازارهای نقدشونده عبارت است از: استحکام^۵، فوریت^۶، عمق^۱، وسعت یا گستره^۲، ارتجاع پذیری^۳. استحکام اشاره

1- Public offering

2- subscribers

3- Market Makers

4- Acharya& Pedersen

5- Tightness

6- Immediacy

اشاره دارد به هزینه‌های مبادله‌ی پایین از قبیل اختلاف بین خرید و فروش مثل شکاف قیمتی^۴ در بازارهای متکی بر بازارسازها^۵ و هم چنین هزینه‌های غیرمستقیم مبادله^۶. فوریت بیان کننده‌ی سرعتی است که با آن سفارش‌ها اجرا می‌شوند و در میان سایر مسائل منعکس کننده کارایی سیستم‌های مبادله و تسویه پایای می‌باشند. عمق اشاره به وجود سفارش‌های فراوان خرید فروش با قیمت‌هایی بالا و پایین نسبت به قیمت فعلی اوراق بهادار دارد. وسعت یا گستره به این معنی است که سفارش‌ها هم به لحاظ تعداد زیادند و هم از حجم بالایی برخوردارند؛ در حالی که کمترین تأثیر را بر قیمت سهام دارند. ارتجاع‌پذیری یک ویژگی بازارهای مالی است که در آن سفارش‌های جدید به سرعت جاری می‌شوند تا عدم تعادل سفارش‌ها که موجب تغییر زیاد قیمت‌ها از ارزش ذاتی آن‌ها می‌شوند را از بین ببرد.

۲-۱-۳- معیارهای منتخب نقدشوندگی

با توجه به این که معیارهای گوناگونی برای سنجش نقدشوندگی مطرح شده است، می‌توان معیارهای نقدشوندگی را به چهار دسته یا طبقه به شرح زیر تقسیم کرد:

۱- معیارهای مبتنی بر هزینه‌ی مبادله^۷ که هزینه‌های مبادله دارایی‌های مالی در بازارهای ثانویه را اساس کار خود قرار می‌دهند؛ به عنوان یکی از معیارهای نقدشوندگی به صورت معیار شکاف قیمتی^۸ بیان می‌شود. این معیار به صورت اختلاف قیمت مطلق بین خرید و فروش یا به عنوان درصدی از شکاف قیمت قابل اندازه‌گیری است.

۲- معیارهای مبتنی بر حجم- این معیارها که بازارهای نقد شونده را از طریق حجم مبادلات در مقایسه با تغییرات قیمت شناسایی می‌کنند، برای سنجش ابعاد وسعت و عمق نقدشوندگی به کار می‌روند. معیارهای مبتنی بر حجم، اطلاعاتی را در باره‌ی صحت قیمت‌های پیشنهادی اعلام شده آرایه می‌دهند. تغییرات در این قیمت‌های

-
- 1- Depth
 - 2- Breadth
 - 3- Resiliency
 - 4- Spread
 - 5- Markets Quote-driven
 - 6- Cost Implicit
 - 7- Transaction Cost Measures
 - 8- Bid-ask spread

پیشنهادی باعث افزایش حجم سفارش‌ها می‌شود که نهایتاً باعث ایجاد تعادل در بازار می‌شود.

۳- معیار مبتنی بر قیمت تعادلی - این معیار به دنبال اندازه گیری حرکات منظم به سمت قیمت تعادلی است و عمدتاً بعد قابلیت ارتجاع را اندازه گیری می‌کند. این معیار برای سنجش بعد ارتجاع‌پذیری نقدشوندگی بازار به کار می‌رود که در بازارهای ارتجاع‌پذیرتر نزدیک به ۱ و کمی پایین‌تر از ۱ است.

۴- معیارهای مبتنی بر اثر بازار - این معیارها سعی دارند تا با ایجاد تمایز بین تغییرات قیمت به علت درجه ی نقدشوندگی و دیگر عوامل از قبیل شرایط عمومی بازار یا ورود اطلاعات جدید، بعد قابلیت ارتجاع و سرعت کشف قیمت را اندازه‌گیری کنند. با این حال هیچ معیار واحدی به طور صریح استحکام، فوریت، وسعت و ارتجاع‌پذیری را اندازه‌گیری نمی‌کند (داتار و همکاران^۱، ۱۹۹۸).

۲-۱-۴- معیار عدم نقد شوندگی آمیهود^۲

معیارهای سنجش نقد شوندگی که معیارهای خوبی نیز هستند، نیازمند استخراج داده‌های ریز ساختاری درباره ی مبادلات و پیشنهادهای قیمت است که در بسیاری از بازارهای نوظهور و در حال توسعه ی مانند ایران، برای یک مدت طولانی موجود نیست. به همین علت آمیهود (۲۰۰۲) معیار دیگری را برای اندازه‌گیری عدم نقدشوندگی معرفی کرد. این معیار می‌تواند معیار قابل استفاده‌ای در این بازارها باشد. به عقیده ی هازبراک^۳ (۲۰۰۲) بهترین معیاری که تاکنون برای محاسبه نقدشوندگی ارائه شده، معیار عدم نقدشوندگی آمیهود است. این معیار در تحقیقات زیادی از جمله تحقیق انجام شده به دست برتولوتی و دیگران^۴ (۲۰۰۷) مورد استفاده قرار گرفته است.

1- Datar & et.al

2- Amihud

3- Hasbrouck

4- Bortolotti&.et. al

۲-۲- پیشینه ی تحقیق

آمیهود و مندلسون^۱ (۱۹۸۶)، معتقدند که شرکت ها تمایل دارند سیاست‌هایی را در پیش گیرند تا نقدشوندگی سهام شرکت‌ها افزایش یابد. زیرا نقدشوندگی باعث افزایش بازده و ارزش شرکت می شود. علاوه بر این مشاهده کردند که مدیرانی که به دنبال افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار شرکت‌های خود هستند، این کار را از طریق تبدیل آن ها به شرکت سهامی عام، افشای داوطلبانه ی اطلاعات و افزایش تعداد سهامداران و سهام شناور آزاد شرکت انجام می دهند. میرالز^۲ (۲۰۰۶) در تحقیق خود به بررسی عامل ریسک عدم نقدشوندگی در بازار سهام اسپانیا در بازه ی زمانی ۱۹۹۴-۲۰۰۲ پرداخته است. او در این تحقیق علاوه بر نسبت عدم نقدشوندگی که آمیهود^۳ (۲۰۰۲) پیشنهاد کرده است، از عوامل کنترلی اندازه و نسبت دفتری به بازار نیز استفاده کرده است. نتیجه ی این تحقیق نشان می دهد که عامل عدم نقدشوندگی باید به عنوان یکی از اجزای کلیدی قیمت گذاری دارایی ها مورد توجه قرار گیرد. فونگاوا و هانوسک^۴ (۲۰۰۶) نیز به بررسی نقش برنامه خصوصی سازی در فرآیند شکل گیری بازار سهام در کشورهای در حال گذار پرداخته است. وی مسیرهای متفاوت توسعه ی بورس در کشورهای در حال گذار را در مقایسه با روش خصوصی سازی به کار گرفته شده ۲۷ کشور شرق و مرکز اروپا و آسیای میانه که اقتصادهای در حال گذار محسوب می شوند از سال ۱۹۹۰ تا سال ۲۰۰۳ مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق نشان می دهد که تأثیر منفی خصوصی سازی از طریق انتشار سهام بر توسعه ی بورس اوراق بهادار در کوتاه مدت و میان مدت مورد تأیید قرار گرفته است. بوچکوا و مگینسون^۵ (۲۰۰۰)، در پژوهشی با عنوان «خصوصی سازی و پیشرفت بازارهای سرمایه ی جهانی» ارزش بازار سرمایه، حجم معاملات و عرضه ی سهام را برآورد کردند. آنان پس از برآورد تأثیر خصوصی سازی و عرضه ی سهام بر رشد بازار سهام، اعلام کردند که خصوصی سازی به افزایش نقدشوندگی بازار منجر شده است. هم چنین آنان معتقدند که خصوصی سازی به افزایش تعداد سهامداران در بسیاری از کشورها منجر شده است. بیش تر مطالعات

1- Amihud & Mendelson

2 - Miralles

3 - Amihud

4- Zuzana Fungacova and Jan Hanousek

5- Boutchkova & Megginson

مربوط به تجربه ی خصوصی سازی کشور های در حال توسعه ی نشان می دهند که خصوصی سازی باعث افزایش کارایی، سودآوری، سرمایه گذاری و کاهش اهرم آن ها شده است (ناصر، بوبکری و قاضوانی، ۲۰۰۹). چیسا و نیکودانو^۱ (۲۰۰۳) در یک مدل نظری نشان دادند که خصوصی سازی از طریق انتشار سهام به توسعه ی بازار سهام کمک می کند. در این مدل بعضی از ویژه گی های خاص خصوصی سازی به منظور هماهنگی با توسعه ی بازار سهام شناسایی شدند. پروتی و لیوین^۲ (۲۰۰۱) نشان دادند که کاهش ابهام موارد سیاسی و قانونی که مانع از توسعه ی بازار سهام می شوند، باعث تقویت خصوصی سازی می شود. آنان برای آزمون مدل شان از داده های مربوط به مجموعه ای از ۲۲ بازار نوظهور در بازه ی زمانی ۱۹۹۵-۱۹۹۸ استفاده کردند. آن ها دریافتند پیشرفت خصوصی سازی به راستی به افزایش اعتماد سازی سرمایه گذاران و کاهش ریسک سیاسی می انجامد که به نوبه ی خود این عمل تأثیر زیادی بر توسعه ی بازار داخلی دارد. برتولوتی و همکاران^۳ (۲۰۰۷) به بررسی خصوصی سازی و نقد شوندگی بازار سهام در ۱۹ کشور توسعه ی یافته در دوره ی زمانی ۱۹۸۵-۲۰۰۲ پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که خصوصی سازی از طریق بورس اوراق بهادار به طور مثبت بر نقد شوندگی بازار سهام تأثیر می گذارد و افزایش نقد شوندگی نیز یکی از شاخص های توسعه ی بورس اوراق بهادار محسوب می شود. از سوی دیگر، خصوصی سازی باعث می گردد تا تعداد شرکت های پذیرفته شده در بورس افزایش یابد و این باعث افزایش مشارکت سرمایه گذاران خواهد شد. افزایش حضور سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار، ریسک بازار مزبور را کاهش می دهد و در نتیجه باعث توسعه ی بورس اوراق بهادار می شود. هم چنین آن ها اعلام کردند که خصوصی سازی تأثیر منفی بر نوسانات شدید قیمتی دارد. دلاتوره و همکارانش^۳ (۲۰۰۷) تأثیر اصلاحات بازار سرمایه را بر توسعه ی بازار سهام مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. شواهد نشان می دهد که اصلاحات همراه با خصوصی سازی ارتباط مثبتی با توسعه ی بازار سهام محلی دارد. علاوه بر این اصلاحات باعث جذابیت بیش تر شرکت های محلی می شود. نیکنن و

1- Chiesa, Gabriella, Nicodano, Giovaanna

2- Bortolotti & et.al

3- De la Torre, A. & et.al

همکارانش^۱ (۲۰۰۶) به این موضوع پرداختند که چگونه بازار سهام جهانی با توجه به اعلام اخبار اقتصاد کلان آمریکا یک پارچه عمل می کنند. آن ها اخبار اقتصاد کلان مربوط به ۳۵ بازار سهام داخلی را به شش ناحیه تقسیم کردند. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که کشور های G7، کشور های اروپایی به غیر از G7، کشور های توسعه یافته ی آسیایی و کشور های نوظهور آسیایی به اخبار اقتصادی آمریکا بسیار گره خورده اند، در حالی که کشور های آمریکای لاتین و کشور هایی با اقتصاد در حال انتقال تحت تأثیر اخبار آمریکا قرار ندارند. نتایج این تحقیق هم چنین نشان می دهد که سرمایه گذاران بین المللی قادر به کسب سود ناشی از سرمایه گذاری متنوع در نواحی نوظهور تفکیک شده می باشند. ناصر، بوبکری و قاضوانی^۲ (۲۰۰۹) تأثیر خصوصی سازی را بر اندازه ی بازار سهام و نقدشوندگی در یک منطقه ی وسیعی از کشور های در حال توسعه ی متشکل از ۳۱ بازار نوظهور مورد بررسی قرار دادند. آن ها دریافتند که شدت خصوصی سازی و انتقال ناشی از خصوصی سازی از طریق بازار سهام به افزایش توسعه ی بازار سهام مانند سرمایه ی بازار و ارزش معامله شده کمک می کند. البته این موضوع به منطقه و مکان جغرافیایی بستگی دارد. به عنوان مثال فرایند خصوصی سازی در آسیا به افزایش نقد شوندگی و اندازه ی بازار سهام منجر شده است؛ ولی چنین نتیجه ای در دیگر مناطق به دست نیامده است. قالیباف و رنجبر (۱۳۸۴) اثر خصوصی سازی بر عملکرد شرکت های واگذار شده به بخش خصوصی و عمومی را مورد مطالعه قرار داده اند. آن ها با استفاده از اطلاعات مالی، عملکرد سه سال قبل و بعد از واگذاری ۱۸ شرکت (۸ شرکت واگذار شده به بخش خصوصی و ۱۰ شرکت واگذار شده به بخش عمومی) را در بازه ی زمانی ۱۳۷۰ تا ۱۳۷۹ مورد بررسی قرار داده اند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که عملکرد شرکت ها بعد از واگذاری بهبود یافته است. مهدوی و میدری (۱۳۸۴)، ساختار مالکیت و کارایی شرکت های فعال در بازار اوراق بهادار تهران را پس از بررسی تجربه ی خصوصی سازی در کشورهای سوسیالیستی به ویژه کشور چک، میزان تمرکز مالکیت در بازار اوراق بهادار را محاسبه کردند و سودآوری انواع ساختارهای مالکیت را مورد بررسی قرار داده اند. بر اساس یافته های این تحقیق در ایران همانند کشورهای چین و چک تمرکز مالکیت تأثیر مثبت و معناداری

1- Nikkinen, Jusisi, & et.al

2- Naceur, Samy Ben, Boukbakri, Narjess Ghazouani

بر کارایی شرکت‌ها دارد. طالب نیا و محمدزاده (۱۳۸۴) تأثیر خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بر بازده سهام مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که پس از خصوصی‌سازی بازده سهام شرکت‌ها کاهش معناداری داشته‌است. سیلواری (۱۳۷۹)، نیز به بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و از سه معیار درآمد هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده ارزش ویژه استفاده کرده است. وی وضعیت این سه معیار را پنج سال قبل و بعد از خصوصی‌سازی برای شرکت‌های خصوصی شده مورد بررسی قرار داده است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که پس از خصوصی‌سازی عملکرد مالی شرکت‌ها تغییر معناداری نداشته است.

تهرانی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی اثر خصوصی‌سازی از طریق عرضه ی عمومی سهام شرکت‌های دولتی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این پژوهش، درجه ی نقدشوندگی بورس تهران به‌عنوان متغیر وابسته به‌کار گرفته شده که با استفاده از دو معیار اندازه‌گیری نقدشوندگی شامل نسبت گردش معاملات و سنجه ی عدم نقدشوندگی آمیهود، نسبت به محاسبه ی آن اقدام شده است. در ضمن، محاسبه ی معیار آمیهود بر اساس بازده دو شاخص اصلی بورس تهران، شامل شاخص بازده نقدی و قیمت (تدپیکس) و شاخص کل قیمت (تپیکس)، صورت گرفته که به این ترتیب، مقادیر متغیر وابسته بر اساس دو مدل مجزا و در مجموع با استفاده از سه معیار کلی شامل مدل مبتنی بر گردش معاملات، مدل مبتنی بر سنجه ی آمیهود بر اساس شاخص تپیکس و مدل مبتنی بر سنجه ی آمیهود بر اساس شاخص تدپیکس، محاسبه و در مدل‌سازی نهایی مورد استفاده قرار گرفته است. نتیجه ی کلی این پژوهش بیان‌کننده ی تأثیر قابل توجه و معنادار انجام خصوصی‌سازی از طریق عرضه ی عمومی سهام شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران بر توسعه ی و نقدشوندگی این بازار است.

به طور کلی با توجه به پژوهش‌های تجربی و نظری مربوط به تأثیر بالقوه ی خصوصی‌سازی بر توسعه ی بازار سهام دو روش زیر پیشنهاد می‌شود: ۱- اثر مستقیم ناشی از انتخاب روش خصوصی‌سازی؛ یعنی استفاده از خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام که به پذیرش بیش تر شرکت‌ها در بازار سهام منجر افزایش در اندازه و نقد

شوندگی بازار می شود. ۲- اثر غیر مستقیم ناشی از تلاش خصوصی سازی مداوم در طی زمان مشاهده می شود.

به اعتقاد پروتی (۱۹۹۵) تلاش های خصوصی سازی مداوم این علامت را به سرمایه گذاران می دهد که دولت نسبت به تحمل ریسک باقیمانده متعهد باشد. این علامت مثبت می تواند میزان نا اطمینانی از اقدامات آتی دولت را کاهش دهد و کمک می کند تا نااطمینانی برآمده از خصوصی سازی مرتفع شود. این موضوع به نوبه ی خود باعث می شود تا سرمایه گذاران تقاضای خود را درباره ی خصوصی سازی افزایش دهند که همین امر موجب افزایش نقد شوندگی سهام در بازار می شود (ناصر، بوبکری و قاضوانی، ۲۰۰۹). با توجه به تأثیر اخبار بین المللی بر بازار طی دوره ی مورد بررسی و از آن جاکه شدت این تأثیر به عنوان یک متغیر مداخله گر می تواند بر نتایج این تحقیق اثر گذارد، این متغیر نیز به عنوان یک متغیر وارد مدل شد. به طور کلی وقوع اخبار خوب یا بد در کوتاه مدت باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی می شود و ریسک سرمایه گذاران به ویژه سرمایه گذاران خرد را افزایش می دهد. در این حالت تمایل معامله گران به مبادله ی سهام کاهش و نقدشوندگی سهام شرکت ها کاهش می یابد (لافوند و دیگران، ۲۰۰۷).

۳- جمع آوری داده ها

اطلاعات و داده های مورد نیاز این تحقیق با استفاده از منابع مختلف مانند نرم افزارهای گزارش سهام (تدبیر پرداز) و نرم افزار ره آورد نوین و سایت های رسمی سازمان بورس و سایت های رسمی خبری برای تکمیل و جمع آوری اطلاعات استفاده شده است. جامعه ی آماری تحقیق حاضر شامل تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در دوره ی زمانی ۱۳۸۲ تا پایان سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار فعالیت داشته اند.

۴- معرفی الگو و متغیرهای آن

برای بررسی رابطه میان خصوصی سازی شرکت های دولتی با میزان نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران از مدل زیر استفاده می شود.

$$LIQ_T = \alpha + \beta_1 size_T + \beta_2 P/E_T + \lambda PL_T + \gamma PRIVA_T + \eta IN_T + v_T,$$

در مدل مذکور، LIQ، به عنوان متغیر نقدشوندگی است که از دو معیار گردش معاملات^۱ و معیار عدم نقد شوندگی آمیهود استفاده می شود. Size، اندازه ی بازار، P/E، نسبت قیمت به سود هر سهم، PL، حد نوسان قیمت، PRIVA، معیار اندازه ی خصوصی و INT، تحولات سیاسی به عنوان متغیر مجازی می باشند. متغیر مجازی به دو شکل مساعد و نامساعد در این تحقیق تعریف شده اند.

گردش معاملات، برابر با ارزش کل سهام معامله شده^۲ تقسیم بر مبلغ کل ارزش بازار^۳ به صورت روزانه است.

$$T = \frac{\sum_{i=1}^n P_i * q_i}{\sum_{i=1}^n P_i * Q_i}$$

که در آن

P_i = قیمت سهام مبادله شده، q_i = تعداد سهام مبادله شده، Q_i = تعداد کل سهام، n = تعداد کل شرکت های فعال در بازار و T ، گردش معاملات است.

تا کنون معیار های زیادی برای محاسبه ی نقدشوندگی ارائه شده است که هر یک مزایا و معایب خاص خود را دارا بوده اند. آمیهود (۲۰۰۲) معیار جدیدی برای محاسبه ی نقد شوندگی معرفی کرد که از طریق استفاده از داده های روزانه در رابطه با بازده و حجم معامله، قابل ارزیابی است. این معیار برابر با نسبت قدر مطلق بازده روزانه سهام به حجم معامله در روز است.

$$ILLIQ = \frac{1}{Days} \sum_{d=1}^{days} \frac{|R_i|}{VOID_{itd}}$$

-
- 1 - Turnover
 - 2 - Tvolume
 - 3 - Market Value

که در آن $R_i =$ بازده شاخص در روز d از ماه t $VOLD_{iid}$ = حجم ریالی معاملات در همان روز $Days$ = تعداد روزهای معامله شده ی شاخص در ماه t است. نسبت قیمت به درآمد سهم میانگین وزنی قیمت به درآمد سهم کلیه ی شرکت های فعال در بازار است.

معیار اندازه ی خصوصی سازی (PRIVA) برابر با جمع مبلغ سرمایه شرکت های خصوصی سازی شده تقسیم بر سرمایه ی کل شرکت های بازار است.

اندازه س بازار بر اساس ارزش بازار سهام برابر است با :

تعداد سهم * قیمت سهم در پایان دوره ی = ارزش بازار

$$\sum_{i=1}^n P_i * Q_i$$

Size $_m$ =

حد نوسان قیمت سهام^۱ عبارت است از، حداکثر یا حد اقل تغییر قیمت مجاز سهام در یک روز به شکلی که انجام معامله در خارج از دامنه تعیین شده در هر روز غیر ممکن باشد. به حد نوسان قیمت سهام، حد نوسانات^۲ و حد معاملات روزانه هم گفته می شود. داده های مربوط به حد نوسان قیمت سهام برای بازه زمانی ۱۳۸۲-۱۳۸۷ در جدول شماره ی یک نشان داده شده است .

1- Price Limit
2- Fluctuation Limit

جدول شماره ی یک

سال	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴		۱۳۸۶	۱۳۸۷
			تا ۸۴/۹/۳۰	از ۸۴/۱۰/۱		
حد نوسان قیمت سهام	%۵	%۵	%۵	%۲	%۲	%۳

اخبار بین‌المللی^۱ (NI) مفاهیم گسترده و واقعیت‌های زیادی را در برمی‌گیرد که نوعاً به لحاظ ماهیتی کیفی هستند. به عبارت دیگر اخبار بین‌المللی، ریسکی است که مشخصه ی کشورهاست و شاخص‌های آن در هر کشوری با توجه به مسائل، موانع و چالش‌های سیاسی آن کشور قابل ارئه است. ایران کشوری است که به موجب شرایط و موقعیت خاص و ویژه ی خود در طی سالیان اخیر با حوادث و وقایع سیاسی متعددی مواجه بوده است. با توجه به مشاهدات تجربی و مطالعات میدانی طی سال‌های اخیر مهم‌ترین و مسلط‌ترین منبع سیاسی ایجاد نوسان بازار سهام موضوع مربوط به انرژی هسته‌ای بوده است. بنابراین انتشار اخبار هسته‌ای به عنوان شاخص اخبار بین‌المللی انتخاب شده است. در مجموع در بازه زمانی مورد مطالعه، ۶۲۸ خبر مربوط به انرژی هسته‌ای ایران منشر شده است که ۲۱۰ خبر به عنوان خبر بد و ۳۶۷ خبر به عنوان خبر خوب طبقه بندی شد.

۵- برآورد الگو و آزمون فرضیه ها

پیش از برآورد الگوی پایایی^۲ متغیرهای الگو مورد بررسی قرار گرفت. برای آزمون پایایی متغیرهای الگو از آزمون دیکی-فولر تعمیم یافته استفاده شده است. فرآیند خودرگرسیون برای متغیر y_t در آزمون دیکی-فولر تعمیم یافته به شرح زیر است:

1 - International News
2- Stationarity

$$\Delta y_t = \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_i$$

که در آن y_t متغیر مورد نظر، y_{t-1} متغیر مورد نظر با یک وقفه ی زمانی و k تعداد وقفه ی زمانی هستند. Δy_{t-i} وقفه های متغیر وابسته هستند که برای رفع مشکل خود همبستگی به مدل اضافه شده است. δ و δ_i ضرایب رگرسیون و ε_i جمله ی پسماند هستند. این مدل به روش OLS برآورد می شود. فرضیه ی $H_0: \delta = 0$ فرضیه ی معنی داری ضریب y_{t-1} است که در مقابل فرضیه $H_1: \delta \neq 0$ مورد آزمون قرار می گیرد. اگر قدر مطلق مقدار آماره ی دیکی-فولر تعمیم یافته به دست آمده از مقدار بحرانی بیش تر باشد، فرضیه ی H_0 رد می شود؛ یعنی متغیر مورد نظر مانا است (بیدرام، ۱۳۸۱، ص ۱۱۴).

نتایج حاصل از انجام آزمون ریشه واحد دیکی-فولر تعمیم یافته برای تفاضل مرتبه ی اول تمامی متغیرها در جدول شماره ی دو نشان داده شده است.

جدول شماره ی دو - خلاصه ی نتایج آزمون ریشه واحد دیکی-فولر تعمیم یافته

برای سطح متغیرها

نام متغیر	مقدار آماره ی ADF	مقدار بحرانی در سطح ۱ درصد	نتیجه ی آزمون
گردش معاملات	-۲.۷۸	-۳.۵۲	نامانا
اندازه بازار	-۲.۵۵	-۳.۵۲	نامانا
خصوصی سازی	-۰.۳۵	-۳.۵۲	نامانا

همان گونه که در جدول شماره ی یک مشاهده می شود قدر مطلق مقدار آماره ی مربوط به متغیرها از مقدار بحرانی ۱ درصد کمتر است و لذا می توان بیان داشت که این سه متغیر دارای ریشه واحد و نامانا هستند. از این رو آزمون مانایی بر روی اولین تفاضل متغیرها مورد بررسی قرار می گیرد. نتایج حاصل شده از آزمون بر روی تفاضل مرتبه ی اول متغیرهای الگو در جدول شماره ی سه ارائه شده است.

جدول شماره ی سه- خلاصه ی نتایج آزمون ریشه واحد دیکی- فولر تعمیم یافته برای تفاضل مرتبه اول متغیرها

نتیجه ی آزمون	مقدار بحرانی در سطح ۱ درصد	مقدار آماره ی ADF	نام متغیر
مانا	-۳.۵۲	-۶.۹۵	گردش معاملات
مانا	-۳.۵۲	-۵.۱۸	اندازه بازار
مانا	-۳.۵۲	-۴.۵۱	خصوصی سازی

منبع: با استفاده از نرم افزار Eviews برآورد شده است

همان گونه که در جدول شماره ی سه ملاحظه می شود، تمام متغیرها پس از یک بار تفاضل گیری در سطح معناداری یک درصد مانا شده اند. به عبارت دیگر جمعی از مرتبه یک هستند.

۵-۱- آزمون فرضیه

به منظور بررسی وجود رابطه ی معنادار میان خصوصی سازی شرکت های دولتی با نقدشوندگی بازار بورس اوراق بهادار تهران، فرضیه ی صفر و یک تحقیق به صورت زیر تعریف شده اند:

رابطه ی معناداری بین خصوصی سازی شرکت های دولتی با میزان نقدشوندگی بازار وجود ندارد.
 $H_0: \beta_i = 0$

رابطه ی معناداری بین خصوصی سازی شرکت های دولتی با میزان نقدشوندگی بازار وجود دارد.
 $H_1: \beta_i \neq 0$

مدل رگرسیونی این تحقیق توسط برتولتی ارایه و در بخش مدل تحقیق تشریح شده است. لازم به توضیح است که برای انجام این آزمون، نقدشوندگی از طریق دو شاخص گردش کل بازار و معیار عدم نقدشوندگی آمیهود سنجیده شده که برای هر کدام از این شاخص ها مدل رگرسیونی مربوطه برازش شده است.

ابتدا مدل با متغیرهای کنترلی اندازه، p/e و حدنوسان قیمت و برازش شده (جدول شماره ی چهار و پنج) و سپس متغیر اخبار بین المللی به آن اضافه شده است.

جدول شماره ی چهار

متغیر وابسته: گردش فروش			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۳.۸۲	۰.۴۲	۰.۶۸
اندازه	۰.۰۵	۰.۳۶	۰.۸۲
p/e	۰.۰۷	۱.۶۲	۰.۱۳
حد نوسان قیمت	۱۴.۲۵	۲.۴۶	۰.۰۳
خصوصی سازی	-۳.۰۳	-۰.۴۶	۰.۷۱
AR(1)	۰.۲۷	۲.۳۵	۰.۰۲
۳.۱۲	F ضریب	۰.۱۶	R^2
۰.۰۰	سطح معناداری	۱.۹۸	دوربین واتسون

جدول شماره ی پنج

متغیر وابسته: گردش فروش			
متغیر	ضریب متغیر	آماره ی t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۲.۸۲	۰.۳۱	۰.۷۵
اندازه	۰.۰۶	۰.۲۴	۰.۸۰
p/e	۰.۰۶	۱.۵۹	۰.۱۱
اخبار بین المللی	۰.۲۵	۲.۴۹	۰.۰۱
حد نوسان قیمت	۱۶.۹۵	۲.۳۳	۰.۰۲
خصوصی سازی	-۲.۹۵	-۰.۳۲	۰.۷۴
AR(1)	۰.۲۵	۲.۲	۰.۰۳
۳.۶۶	ضریب F	۰.۲۵	R ²
۰.۰۰	سطح معناداری	۲.۰۲	دوربین واتسون

همان طوری که در جدول پنج مشاهده می شود، ضریب t و عدد معناداری متغیر خصوصی سازی در سطح خطای ۵ درصد از اعتبار آماری برخوردار نبوده و نمی توان رابطه ای معنادار بین خصوصی سازی شرکت های دولتی و نقد شوندگی بازار بیان کرد. از این رو فرضیه ی تحقیق (H₁) رد و فرضیه ی صفر پذیرفته می شود. همچنین، ضریب و آماره ی t متغیر مجازی اخبار بین المللی در فاصله ی اطمینان ۹۵ درصد از اعتبار آماری برخوردار بوده است. از این رو می توان بیان داشت که اخبار بین المللی تأثیر مستقیمی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

در این قسمت شاخص دیگر نقدشوندگی یعنی معیار عدم نقدشوندگی آمیهود به عنوان متغیر وابسته مدل رگرسیونی تحقیق قرار می گیرد. لازم به ذکر است بعد از

محاسبه ی شاخص عدم نقدشوندگی آمیهود کلیه ی اعداد این سری در منفی ضرب شده‌اند تا سنجشگر میزان نقد شوندگی باشند.(جدول شماره ی شش)

جدول شماره ی شش

متغیر وابسته: عدم نقد شوندگی			
متغیر	ضریب متغیر	آماره ی t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰.۰۰۰	۰.۰۴	۰.۹۲
اندازه	-۱.۲e-۷	-۰.۰۰۲	۰.۹۴
p/e	-۳.۲۳	-۰.۶۲	۰.۹۳
حد نوسان قیمت	۰.۰۴	-۱.۲۴	۰.۵۶
خصوصی سازی	-۲.۸۵	۲.۱۱	۰.۶۴
AR(۱)	۰.۵۲	۲.۳۲	۰.۰۳
۹.۳۲	ضریب F	۰.۴۶	R ²
۰.۰۰	سطح معناداری	۱.۹۲	دوربین واتسون

جدول شماره ی هفت

متغیر وابسته: عدم نقد شوندگی			
متغیر	ضریب متغیر	آماره ی t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰.۰۰۰	۰.۰۲	۰.۹۷
اندازه	-۱.۰۰۵-۷	-۰.۰۰۷	۰.۹۹
p/e	-۴.۲۱	-۰.۴۱	۰.۶۷
اخبار بین المللی	-۴.۸۲	-۲.۳۹	۰.۰۱
حد نوسان قیمت	۰.۰۵	-۱.۰۱	۰.۳۱
خصوصی سازی	-۲.۹۴	۲.۳۱	۰.۷۲
AR(۲)	۰.۴۴	۲.۰۵	۰.۰۴
۱۱.۸۶	ضریب F	۰.۵۲	R ²
۰.۰۰	سطح معناداری	۱.۸۷	دوربین واتسون

همان گونه که در جدول شماره ی هفت مشاهده می شود، ضریب t و عدد معناداری متغیر خصوصی سازی در سطح خطای ۵ درصد از اعتبار آماری برخوردار نیست و نمی توان رابطه ای معنادار بین خصوصی سازی شرکت های دولتی و نقد شوندگی بازار بیان کرد. لذا فرضیه ی تحقیق (H₁) رد و فرضیه صفر پذیرفته می شود. هم چنین، ضریب و آماره ی t متغیر مجازی اخبار بین المللی در فاصله ی اطمینان ۹۵ درصد از اعتبار آماری برخوردار بوده است. بنابراین می توان بیان داشت که اخبار بین المللی تأثیر مستقیمی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

۶- خلاصه و نتیجه گیری

جهت دادن فعالیت‌های اقتصادی به سمت توسعه ی اقتصادی یکی از اهداف اساسی دولت محسوب می شود. رشد و توسعه ی اقتصادی می تواند باعث کاهش تورم و توزیع عادلانه ی ثروت و درآمد میان قشرهای جامعه شود. خصوصی سازی شرکت‌های دولتی برای نیل به این هدف در دستور کار دولت قرار گرفته است. مهم ترین روش خصوصی سازی، عرضه ی عمومی سهام این شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار است. در واقع انتخاب این روش می تواند در افشای اطلاعات و اطلاع رسانی شفاف و یکسان برای همگان مفید باشد. هدف از خصوصی سازی، فروش سهام شرکت‌های دولتی به افراد و مشارکت آن‌ها در سرمایه گذاری ها است. هم چنین به کارگیری وجوه ناشی از فروش سهام در فعالیت‌های زیر بنایی و اجرای پروژه‌های عظیم صنعتی است. یکی از شاخص‌های متأثر از خصوصی سازی در بورس اوراق بهادار ارزش معاملات و نقد شونددگی است. هرچه نسبت فعالیت بورس، یعنی نسبت ارزش معاملات به ارزش کل بازار بیش تر باشد آن بورس از قدرت نقدشونددگی بالاتری برخوردار است.

در پژوهش حاضر به این مسأله پرداخته شد که آیا خصوصی سازی شرکت‌های دولتی ارتباطی با نقد شونددگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارد یا خیر؟ در این پژوهش از روش کم ترین مجذورات معمولی (OLS) به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان داده است که رابطه ی معناداری میان خصوصی سازی و نقدشونددگی بازار با توجه به دو معیار گردش معاملات بازار و عدم نقدشونددگی آمیهود وجود ندارد. ولی اخبار بین المللی تأثیر مستقیمی بر نقدشونددگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

منابع و مأخذ:

- Acharya, V. and Pedersen, L. (2005) « Asset Pricing With Liquidity Risk », *Journal of Financial Economics*, 77, pp. 375-410.
- Amihud, Y, Mendelson, H. (1986) « Liquidity and Stock Returns », *Financial Analysts Journal*, Vol 4, No 42, , pp. 43-48.
- Amihud, Y (2002) « Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects », *Journal of Financial Markets*, Vol.2, No.5, pp.31-56.
- Al-Roubaiee Falah Ali, (2003) « Economic Development Between the State and the Private Sector [Online] » -<http://adel-amer.catsh.info/vb/showthread.php?t=4818>.
- Boutchkova, Maria K. and Megginson, William L. (2000) « Privatization and The Role of Rise of Global Capital Markets », *Financial Management*, vol. 29, No. 4, pp. 31-75.
- Bortolotti, B., Jung, F., Nicodano, G., Schedule, I. (2007) « Privatization and Stock market Liquidity ». *Journal of Banking & Finance*, 31, pp.297-316.
- Chiesa, Gabriella, Nicodano, Giovaanna (2003) « Privatization and financial market development: Theoretical Issues », Notadilavoro 1, FEEM working paper No. 1.2003, http://www.feem.it/web/activ/_wp.html.
- Chiri, S. and Panetta, F. (1994) *Privatizzare: Come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese*, in Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici ed istituzionali, Contributi di Analisi Economica. Roma: Banca d'Italia.
- Datar, V.T, Naik, N.Y., Radcliffe, R. (1998) « Liquidity and stock returns: an alternative test », *Journal of Financial Markets*, Vol. 1, No.1, PP. 203-219.
- De la Torre, A., Gozzi, J.C., and Schmukler, S.L., (2007) « Stock market development under globalization: Whether the gains form reforms? », *Journal of Banking and Finance*, 31, pp.1731-1754.

- Dumez , H. and Jeunemaître, A. (1994) *Privatization in France: 1983-1993*, in Wright, V. (ed) Privatization in Western Europe, London, Pinter.
- Esser, J. (1994) *Germany: Symbolic Privatisations in a Social Market Economy*, in Wright, V. (ed) Privatization in Western Europe, London, Pinter.
- Fungacova, Zuzana and Hanousek, Jan (2006) *A Castle Built on Sand: The effects of mass privatization on stock market creation in transition economies*, pp.1-28, BOFIT Discussion Papers 14.
- Gabriella Chiesa and Giovanna Nicodano(2003) *Privatization and Financial Market Development:Theoretical Issues*,Notadilavoro 1.
- Ghalibaf, Hassan and Rangebar, Faezeh(2005) *Examining the Type of Ownership Effect on Companies performance(Privatization Experiment)*, Financial Researces,No. 19 (In Persian).
- Hasbrouck, Joel and Seppi, Dvane J.(2001)«Common Factors in Prices», *Order Flows and liquidity*, volume 59, issue 3, pp.383-411.
- Kabolizadeh, Ahmad (2005) *Human privatization, Efficiency with Justice*, Islamic parliament Researches Center (In Persian).
- Komijani, Akbar (2003) *Performance Evaluation of Privatization in Iran*, Deputy Minister of Economic Affairs and Finance (In Persian).
- Lafound, R., Lang,M., skaife, H., (2007) *earnings smoothing, governance and liquidity: Introductory Evidence*, working paper. Available at <http://ssrn.com/>.
- Mahdavi,Abolghasem and Meidari, Ahmad(2005)«Owner Structure and Efficiency of Active Companies in Tehran Stock Exchange», *Journal of Economic Researches*, No. 71, pp.132-103 (In Persian).
- Megginson, William (2005) *The Financial Economics of Privatization [Bok]*. - [u.o.]: Oxford University Press, - ISBN 0-19-515062-7.
- Miralles, Marcelo, Jos´e Luis and Quir´os Mara del Mar (2006)«The role of an illiquidity risk factor in asset pricing: Empirical evidence from the Spanish stock market.» *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46, pp. 254–267.
- Nikkinen, Jusisi, , Omran,Mohammed, Sahlstrom, Petri and Aijo, Janne(2006)«Global Stock Market Reaction to Scheduled U.S.

Macroeconomic News Announcements», *Global Finance Journal*, volume 17, Issue 1 , 92-104.

- Naceur, Samy Ben, Boukbakri, Narjess Ghazouani and Samir(2009) *Privatization and Financial Market Development in Emerging Countries: A Comparative Study*, Electronic copy available at: <http://ssrn.Com/abstract=1554528>.

- Pagano,M(1995)«The Flotation of Companies and the Stock Market: A Coordination Failure Model», *European Economic Review*, 37, 1101-1125.

- Perotti, Enrico C., and Laeven, L., 2001, *Confidence building in emerging stock markets*, William Davidson Institute Working Paper N°366, University of Michigan, USA.

- Perotti, Enrico C.(1995)«Credible Privatization», *The American Economic Review*, Vol. 85, No.4, pp. 847-859.

- Silviri,Mohammad Reza(2000) *Study of the Relationship Between Ownership type and performance of Listed companies in Tehran Stock Exchange*, Master Thesis, University of Tehran (In Persian).

- Subrahmaniam, S., Titman, S. (1999)« The going public decision and the development of financial markets», *Journal of Finance* 54, pp. 1045–1082.

- Talebnia, Ghodratollah and mohammadzadeh, Heidar(2005)« The Effect of Privatization of Public Companies Listed In Tehran Stock Exchange on Their Styock returns», *Financial Researches*, No.19 (In Persian).

- Tehrani,Reza, Abdoh Tabrizi, Hossein and Jafar Seresht, Davood(2011)« Privatization Through Initial Public Offering, Liquidity», *Financial Researches*, Vol. 13,No. 31 (In Persian).

- Vickers, J. and Jarrow, G. (1988) *Privatization: An Economic Analysis*, Cambridge (MA), MIT Press.

- Yahyazadehfar, Mahmood, Shams,Shahabeddin and Larimi, Jafar(2010)«Relationship between Liquidity and Stock return in Tehran Stock Exchange», *Financial Researches*, No. 29 (In Persian).