

## بررسی تفاوت تأثیر واگذاری تدریجی و بلوکی سهام در فرآیند خصوصی سازی شرکت های فعال در صنایع بیمه و بانک

بهنام صفاجو<sup>۱</sup>، اکبر امینی مهر<sup>۲</sup>

### چکیده

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۲/۰۳  
تاریخ پذیرش: ۹۴/۰۳/۱۷

واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش خصوصی به روش های مختلفی امکان پذیر می باشد. چنانچه این واگذاری از طریق بورس و فرابورس صورت گیرد امکان عرضه سهام به دو روش تدریجی و بلوکی وجود دارد. هدف این پژوهش بررسی تفاوت تأثیر واگذاری تدریجی و بلوکی سهام در فرآیند خصوصی سازی شرکت های فعال در صنایع بیمه و بانک بر وضعیت مالی، عملکرد و بازده سهام آنها می باشد. بدین منظور شرکت های فعال در صنایع بیمه و بانک که در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند و طی سال های ۸۷ تا ۹۱ بیش از ۲۰٪ سهام آنها به دو روش تدریجی و بلوکی منتقل گردیده، تعیین شده و نسبت های مالی و بازده سهام آنها مقایسه گردید. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که از لحاظ آماری تفاوت معنی داری بین میانگین وضعیت مالی شرکت هایی که سهام آنها به روش تدریجی منتقل شده با میانگین وضعیت مالی شرکت هایی که سهام آنها به روش بلوکی منتقل شده وجود دارد و شرکت های واگذار شده به روش تدریجی حداقل در سودآوری بهتر عمل کرده اند.

**واژه های کلیدی:** خصوصی سازی، واگذاری تدریجی، واگذاری بلوکی، سهام مدیریتی، سهام کنترلی  
طبقه بندی موضوعی: G32 , L33

---

۱ دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دولتی دانشگاه پیام نور واحد غرب تهران، (نویسنده مسئول)،  
(behjou@hotmail.com)

۲ استادیار گروه حسابداری دانشگاه پیام نور، (aminimehr\_a@yahoo.com)

## مقدمه

خصوصی سازی در شکل ظاهری عبارت است از فرایندی که طی آن وظایف و تاسیسات بخش دولتی در هر سطحی به بخش خصوصی انتقال داده می شود. اما خصوصی سازی در مفهوم حقیقی به اشاعه فرهنگی در کلیه سطوح جامعه، اطلاق می شود که دستگاه قانون گذاری، قوای قضائیه و مجریه و تمام آحاد یک کشور باور کنند که کار مردم را باید به مردم وا گذاشت، یعنی مردم بدون دخالت دولت ملزم به انجام وظایف و مسئولیت های مربوط به جامعه خود هستند و هیچ نهاد و قدرتی نمی تواند آنها را از انجام مسئولیت هایشان بازدارد. همانطور که گفته شد خصوصی سازی را بعبارتی می توان استفاده بهینه از منابع کمیاب برای افزایش بهره وری تعریف کرد. خصوصی سازی تنها به معنای انتقال ظاهری و اعتباری مایملک دولتی به بخش غیر دولتی نیست که البته این فرایند همیشه و در هر شرایطی از طرف دولت می تواند برگشت پذیر باشد. (رحیمی بروجردی، ۱۳۸۹)

اهداف خصوصی سازی در هر کشور با توجه به ویژگی های خاص اقتصادی و سیاسی آن کشور تعیین می گردد. این امر موجب آن شده که این اهداف در کشورهای مختلف تا اندازه ای متفاوت باشند، اما یکی از اهداف خصوصی سازی که کلیه کشورها در مورد آن اتفاق نظر دارند، بهبود کارایی و بهره وری شرکت ها از طریق خصوصی سازی می باشد.

در ایران نیز مطابق سیاست های ابلاغی اصل ۴۴ قانون اساسی، ارتقاء کارایی بنگاه های اقتصادی و بهره وری منابع مادی و انسانی و فناوری بعنوان یکی از اهداف اصلی خصوصی سازی در کشور مطرح گردیده است. چنانچه واگذاری از طریق بورس و فرا بورس انجام شود امکان عرضه سهام بصورت تدریجی و بلوکی وجود دارد. بلوک مدیریتی و کنترلی بلوکی هستند که خریدار به واسطه خرید آنها مجاز به انتخاب یک یا چند نفر از اعضاء هیئت مدیره شرکت می باشد و به نوعی شرکت را اداره خواهد نمود. (اسلامی نژاد، ۱۳۹۲). در این پژوهش تلاش شد که با بررسی نتایج حاصل از روش های بکار گرفته شده برای انتقال سهام شرکت های فعال در صنایع مذکور، روش مناسب و کارا شناسایی گردد تا به مسئولین و مدیران خصوصی سازی جهت اتخاذ تصمیم و انتخاب روش صحیح واگذاری، و همچنین به خریداران و اعتبار دهندگان مالی در انتخاب روش مناسب سرمایه گذاری مساعدت نماید.

نتایج این پژوهش، به شرکت‌هایی که مورد بررسی قرار گرفته‌اند نیز، از طریق نشان دادن نقاط ضعف عملکرد آنها، کمک می‌نماید. همچنین نتایج بدست آمده می‌تواند به سهامداران عمده‌ای که مایل به فروش قسمتی از سهام خود در یک شرکت از طریق بورس اوراق بهادار می‌باشند، با نشان دادن روش مناسب انتقال، جهت ارتقاء کارایی آن شرکت پس از انتقال سهام و در نتیجه، حفظ و بهبود بازده باقیمانده سهام آنها کمک شایانی بنماید.

### پیشینه پژوهش

با توجه به بررسی‌های صورت گرفته، به نظر می‌رسد تاکنون هیچگونه پژوهشی در ایران در خصوص مقایسه تأثیر واگذاری تدریجی و بلوکی سهام شرکت‌ها طی فرآیند خصوصی‌سازی بر وضعیت مالی، عملکرد و بازده سهام آنها انجام نشده است. اما، چنانچه مالکیت نهادی را نتیجه احتمالی واگذاری بلوکی سهام در نظر بگیریم، می‌توان به برخی پژوهش‌ها در خصوص تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌ها که عمدتاً بر نقل و انتقال عادی سهام و نه بر فرآیند خصوصی‌سازی متمرکز می‌باشند به شرح ذیل اشاره کرد.

حسن قالیباف اصل و فائزه رنجبرد درگاه طی تحقیقی در سال ۱۳۸۴، اثر خصوصی‌سازی بر عملکرد شرکت‌های واگذار شده به بخش خصوصی و عمومی در ایران را ارزیابی نموده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد، اگرچه عملکرد شرکت‌های بررسی شده بعد از واگذاری بهبود یافته است اما از نظر آماری تفاوت معنی‌داری بین عملکرد شرکت‌ها قبل و بعد از واگذاری مشاهده نمی‌شود. همچنین بین عملکرد شرکت‌های واگذار شده به بخش خصوصی و عمومی در دوره بعد از واگذاری تفاوت معنی‌داری وجود ندارد (قالیباف اصل و رنجبرد درگاه، ۱۳۸۴).

محمد نمازی و احسان کرمانی در سال ۱۳۸۷ به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنی‌دار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنی‌دار و مثبت بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی بصورت معنی‌دار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد و در مورد مالکیت خارجی اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی در شرکت‌های نمونه آماری باشد مشاهده نشده است. در مالکیت خصوصی نیز بهتر است

مالکیت عمده در اختیار سرمایه گذاران شرکتی باشد. بطور کلی بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معنی داری وجود دارد (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷).

علیرضا فضل زاده، پرویز محمدزاده، و علی طهبازهندی در سال ۱۳۸۸ به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنعت پرداختند. یافته‌های کلی تحقیق نشان می‌دهد، تمرکز مالکیت تأثیر معنی داری بر عملکرد شرکت ندارد اما تأثیر مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی معنی دار است. نتایج همچنین نشان می‌دهد که این رابطه‌ی تأثیر گذاری با ورود عامل صنعت تعدیل می‌شود (فضل زاده و دیگران، ۱۳۸۸).

علی سعیدی و امیر شیری قهپی در سال ۱۳۹۱ به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آزمون فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت نشان می‌دهد که رابطه‌ای بین انواع مختلف مالکیت و عملکرد وجود ندارد، لیکن در روش رگرسیون تعمیم یافته رابطه خطی معنی دار و معکوس بین دارندگان بیش از ۵٪ سهام شرکت‌ها و عملکرد آن بدست می‌آید و تأثیر دیگر شاخصه‌های ساختار مالکیت یعنی میزان مالکیت سهامداران حقیقی، حقوقی و بزرگترین سهامدار بر عملکرد شرکت تأیید نمی‌شود (سعیدی و شیری قهپی، ۱۳۹۱).

نرجس شعبان‌پور در سال ۱۳۹۳ به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و کارایی مدیریت موجودی پرداخته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و کارایی مدیریت موجودی رابطه معنی داری وجود دارد و دو متغیر تعدیل کننده مالکیت مدیریتی و اندازه هیات مدیره هیچ رابطه معنی داری با کارایی مدیریت موجودی ندارد ولی ساختار رهبری هیات مدیره رابطه معنی داری با کارایی مدیریت موجودی دارد. به گونه‌ای که دو متغیر دوگانگی مدیرعامل و اندازه هیات مدیره نقش تعدیل کننده‌ای در رابطه با کارایی مدیریت موجودی و مالکیت نهادی دارند (شعبان‌پور، ۱۳۹۳).

در حوزه پژوهش‌های خارجی نیز می‌توان به برخی تحقیقات به شرح ذیل اشاره نمود.

آگاروالا و دیگران نیز تأثیر نقل و انتقال بلوکی بر ارزش سهام در بازار سرمایه هند را بررسی نموده‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که خرید بلوکی تأثیر دائمی بیشتری نسبت به فروش

بلوکی، بر ارزش سهام دارد، این امر حاکی از آن است که خرید بلوکی آگاهانه‌تر از فروش بلوکی که انگیزه آن نیاز به نقدینگی است می‌باشد (آگاروالا و دیگران، ۲۰۱۰).

الزهرانی و دیگران تأثیر نقل و انتقال بلوکی را بر ارزش سهام بازار اوراق بهادار عربستان سعودی مورد بررسی قرار دادند. نتایج بیانگر آن است که تأثیر نقل و انتقال بلوکی بر ارزش سهام، کم و کوتاه‌مدت است و این امر نشان‌دهنده انعطاف‌پذیری زیاد در این بازار است. همچنین ارتباط مستقیمی بین اندازه نقل و انتقالات و سطح عدم تقارن اطلاعات در این بازار وجود دارد (الزهرانی و دیگران، ۲۰۱۰).

### روش پژوهش

قلمرو زمانی این تحقیق یک دوره هشت ساله از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ را شامل می‌شود. قلمرو مکانی تحقیق، بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. تعداد ۵ شرکت در صنایع بیمه و بانک طی سال‌های فوق اقدام به خصوصی‌سازی نموده و همگی مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

در این تحقیق برای بررسی و مقایسه تأثیر واگذاری تدریجی و بلوکی سهام شرکت‌ها طی فرآیند خصوصی‌سازی بر وضعیت مالی، عملکرد و بازده سهام آنها طی سال‌های ۸۸ تا ۹۱، شرکت‌های فعال در صنایع بیمه و بانک که در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و در این سال‌ها بیش از ۲۰٪ سهام آنها به روش‌های تدریجی و بلوکی منتقل گردیده، تعیین شده و نسبت‌های مالی و بازده سهام آنها طی سه مرحله مورد مقایسه قرار گرفته است.

### متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته در این پژوهش، وضعیت مالی و عملکرد شرکت است که با استفاده از نسبت جاری، نسبت بهره‌وری سرمایه در گردش، نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها، نسبت گردش کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی‌ها، نسبت مالکیت، حاشیه سود عملیاتی، حاشیه سود خالص، بازده کل دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و همچنین بازده سهام ارزیابی شده است. متغیر مستقل نیز روش واگذاری سهام شرکت در جریان خصوصی‌سازی است که به دو نوع واگذاری تدریجی و واگذاری بلوکی تقسیم شده است.

### فرضیه‌های پژوهش

۱. وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌های فعال در صنایع بیمه و بانک که سهام آنها به روش تدریجی واگذار شده، بهبود یافته و بازده سهام آنها دارای روندی صعودی است.
۲. وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌های فعال در صنایع بیمه و بانک که سهام آنها به روش بلوکی واگذار شده، بهبود یافته و بازده سهام آنها دارای روندی صعودی است.
۳. بین وضعیت مالی، عملکرد و بازده سهام شرکت‌های فعال در صنایع بیمه و بانک که سهام آنها به روش تدریجی واگذار شده با شرکت‌هایی از این صنایع که سهام آنها به روش بلوکی واگذار شده، اختلاف معنی‌داری وجود دارد.

### روش گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

اطلاعات مربوط به واگذاری سهام شرکت‌ها از آمار و اطلاعات منتشر شده توسط سازمان خصوصی‌سازی استخراج شده است. نسبت‌های مالی مورد نیاز برای این تحقیق از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و ارزش سهام شرکت‌ها از طریق سازمان بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. در این پژوهش برای بررسی عملکرد شرکت‌ها با استفاده از نسبت‌های مالی از تکنیک تجزیه و تحلیل سنواتی یا تجزیه و تحلیل سری‌های زمانی<sup>۱</sup> و همچنین تکنیک تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای<sup>۲</sup> استفاده شده است تا ضمن مقایسه میانگین عملکرد هر نوع از شرکت‌ها در سال‌های مختلف، عملکرد شرکت‌های مختلف نیز با یکدیگر مقایسه شود. همچنین برای تحلیل آماری داده‌ها از نرم‌افزار آماری SPSS استفاده شده است.

### آمار توصیفی

در ابتدا به کمک آزمون کولموگروف-اسمیرنوف<sup>۳</sup> نرمال بودن توزیع داده‌های مربوط به هر سه مرحله تحقیق مورد بررسی و تأیید قرار گرفت. در مرحله اول و دوم تحقیق برای مقایسه نسبت‌های مالی سال‌های ۸۴ تا ۸۷ همه شرکت‌هایی که واگذاری سهام آنها بصورت تدریجی بوده با نسبت‌های مالی سال‌های ۸۸ تا ۹۱ همه آنها و برای مقایسه نسبت‌های مالی سال‌های ۸۴ تا ۸۷ همه شرکت‌هایی که واگذاری سهام آنها بصورت بلوکی بوده با نسبت‌های مالی سال‌های ۸۸ تا ۹۱ همه آنها، با توجه به نرمال بودن توزیع از آزمون T برای تفاضل میانگین دو جامعه

نرمال وابسته<sup>۴</sup> و برای مقایسه بازده سهام طی سال‌های ۸۸ تا ۹۱ از نمودارهای تغییر روند استفاده شده است. در مرحله سوم تحقیق، برای مقایسه نسبت‌های مالی و بازده سهام سال‌های ۸۸ تا ۹۱ همه شرکت‌هایی که واگذاری سهام آنها بصورت تدریجی بوده با همه شرکت‌هایی که واگذاری سهام آنها بصورت بلوکی است، از آزمون T برای تفاضل میانگین دو جامعه نرمال مستقل<sup>۵</sup> و نمودارهای تغییر روند استفاده شده است.

### جامعه آماری

جامعه آماری در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که دارای شرایط ذیل باشند:

۱. در صنایع بیمه و بانک فعال باشند.
۲. از تاریخ پذیرش در بورس تا پایان سال ۹۱ بیش از ۲۰٪ از سهام آنها واگذار شده باشد.
۳. این واگذاری سهام توسط سازمان خصوصی‌سازی صورت گرفته باشد. بعبارت دیگر سهام از بخش دولتی به بخش غیر دولتی منتقل شده باشد.
۴. اطلاعات و صورت‌های مالی آنها طی دوره مورد مطالعه (سال‌های ۸۴ تا ۹۱) در دسترس باشد.

نکته قابل توجه آن است که صنایع بیمه و بانک به این دلیل انتخاب شده‌اند که همه شرکت‌های دولتی فعال در این صنایع از سال ۸۷ به بعد در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و باستناد آمار سازمان خصوصی‌سازی، واگذاری‌های عمده سهام آنها طی سال ۸۸ صورت گرفته است. لذا بدین طریق اثرات ناشی از واگذاری‌های سال‌های قبل از آن در نتایج تحقیق، که در صنایع دیگر به میزان زیادی وجود دارد، حذف خواهد شد. ضمناً عمده‌ی واگذاری‌ها از طریق بورس طی سال‌های ۸۸ تا ۹۱، در این صنایع صورت گرفته است. جامعه آماری تحقیق و میزان واگذاری‌ها در نگاره ۱ نشان داده شده است.

## نگاره (۱): جامعه آماری و میزان واگذاری‌ها

نام شرکت	بانک تجارت	بانک صادرات	بانک ملت	بیمه آسیا	بیمه البرز
تاریخ پذیرش در بورس	۸۸/۲/۹	۸۸/۳/۲	۸۷/۱۰/۲۳	۸۸/۹/۲۴	۸۸/۷/۵
واگذاری سال ۸۷	تدریجی	-	۵٪	-	-
	ترجیحی	-	-	-	-
	بلوکی	-	-	-	-
واگذاری سال ۸۸	تدریجی	۷/۱۹٪	۶/۸۸٪	-	۳۵٪
	ترجیحی	۵٪	۵٪	۵٪	۵٪
	بلوکی	۱۰٪	۱۰٪	۱۴٪	-
واگذاری سال ۸۹	تدریجی	۰/۳۱٪	۰/۲۱٪	-	۵٪
	ترجیحی	-	-	-	-
	بلوکی	-	-	-	-
واگذاری سال ۹۰	تدریجی	۰/۱۳٪	۰/۱۷٪	-	-
	ترجیحی	-	-	-	-
	بلوکی	۱۰٪	۱۰٪	-	-
واگذاری سال ۹۱	تدریجی	۰/۰۱٪	۰/۰۱٪	-	-
	ترجیحی	-	-	-	-
	بلوکی	-	-	-	-
نوع	بلوکی	بلوکی	بلوکی	تدریجی	تدریجی

منبع: آمار واگذاری‌های سازمان خصوصی سازی

## نمونه گیری

بدلیل اینکه تعداد شرکت‌های موجود در جامعه آماری این تحقیق کم می‌باشد، از نمونه گیری استفاده نشده و کل جامعه آماری مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

## یافته‌های پژوهش

در این پژوهش از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف برای بررسی فرض نرمال بودن توزیع داده‌های تحقیق استفاده شده است. معیار رد یا قبول فرض صفر مقایسه سطح معنی داری با مقدار



$\alpha$  است که در این پژوهش ۰/۰۵ در نظر گرفته شده است. طبق محاسبات انجام شده، مقدار سطح معنی داری کلیه داده‌های مربوط به هر سه فرضیه پژوهش بیشتر از مقدار  $\alpha$  بوده، لذا فرض پیروی توزیع داده‌ها از توزیع نرمال رد نمی‌شود.

### آزمون فرضیه اول

$$H_0: \mu_1 - \mu_2 = 0$$

$$H_1: \mu_1 - \mu_2 \neq 0$$

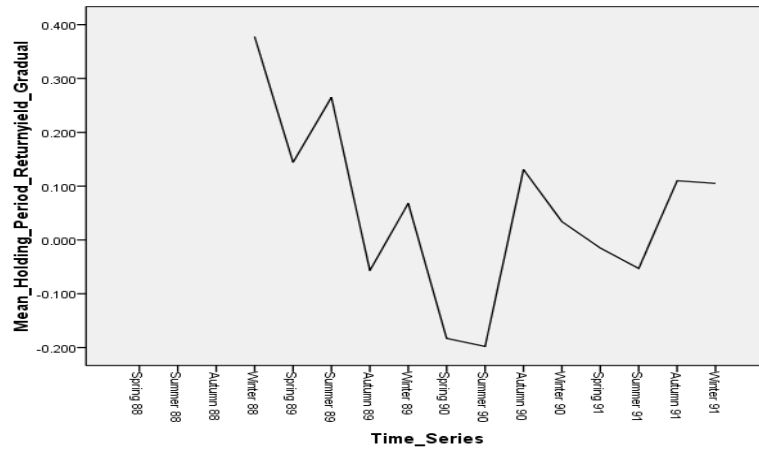
به نحوی که  $\mu_1$  میانگین هر یک از نسبت‌های مالی در سال‌های ۸۴ تا ۸۷ و  $\mu_2$  میانگین آن را در سال‌های ۸۸ تا ۹۱ نشان می‌دهد. نتایج این آزمون در نگاره ۲ آمده است.

#### نگاره (۲): نتایج آزمون Paired-samples T test برای فرضیه اول

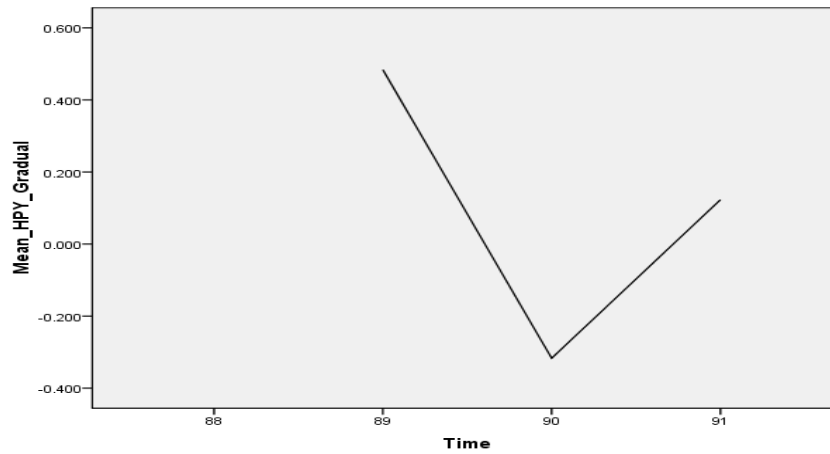
متغیرها	Asymp. Sig.	Mean Difference	فرض $H_0$
جاری	۰/۸۹۰	۰/۰۰۳	تأیید
بهره‌وری سرمایه در گردش	۰/۵۶۳	-۰/۰۵۵	تأیید
دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها	۰/۹۱۸	-۰/۰۰۲	تأیید
گردش کل دارایی‌ها	۰/۰۱۲	-۰/۰۷۱	رد
کل بدهی‌ها	۰/۴۶۵	۰/۰۲۱	تأیید
مالکیت	۰/۴۶۷	-۲/۱۴۷	تأیید
حاشیه سود عملیاتی	۰/۰۰۱	-۱/۳۷۰E1	رد
حاشیه سود خالص	۰/۰۰۵	-۸/۹۸۷	رد
ROA	۰/۴۶۸	-۰/۳۸۰	تأیید
ROE	۰/۹۳۹	-۰/۳۷۰	تأیید

نتایج حاکی از آن است که در خصوص سه متغیر وابسته‌ی گردش کل دارایی‌ها، حاشیه سود عملیاتی و حاشیه سود خالص، فرض  $H_0$  رد می‌شود. عبارت دیگر میانگین این نسبت‌ها بعد از خصوصی‌سازی به روش تدریجی نسبت به قبل از آن بهبود یافته است. مضافاً اینکه نسبت‌هایی که تفاوت میانگین (Mean Difference) یا همان آماره  $\mu_1 - \mu_2$  در آنها منفی است نیز بعد از خصوصی‌سازی به روش تدریجی بهبود یافته‌اند اما مقدار افزایش در حدی نبوده که تفاوت میانگین‌ها معنی‌دار باشد. روند تغییرات میانگین بازده سهام شرکت‌هایی که واگذاری آنها

بصورت تدریجی بوده طی سال‌های ۸۸ تا ۹۱ در نمودارهای ۱ و ۲ مورد بررسی قرار گرفته است.



نمودار (۱): روند تغییرات بازده سهام در دوره‌های سه ماهه برای فرضیه اول



نمودار (۲): روند تغییرات بازده سالانه سهام برای فرضیه اول

همانگونه که مشاهده می‌شود میانگین بازده سهام شرکت‌هایی که واگذاری آنها بصورت تدریجی است در طول سال ۸۹ و تا اواسط سال ۹۰ دچار افت زیادی شده است. شواهد حاکی

از آن است که این کاهش شدید بازده سهام شرکت‌ها بیش از آنکه متأثر از فرآیند خصوصی‌سازی باشد بر اثر کاهش زیاد ارزش سهام شرکت‌ها در بازار بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مذکور ایجاد شده است. بطوریکه افزایش سودآوری این شرکت‌ها با واگذاری تدریجی پس از خصوصی‌سازی قادر به جبران کاهش زیاد ارزش سهام آنها نبوده است. پس از دوره مذکور و تا پایان سال ۹۱ روند تغییرات میانگین بازده سهام این نوع شرکت‌ها بشدت صعودی می‌باشد.

### آزمون فرضیه دوم

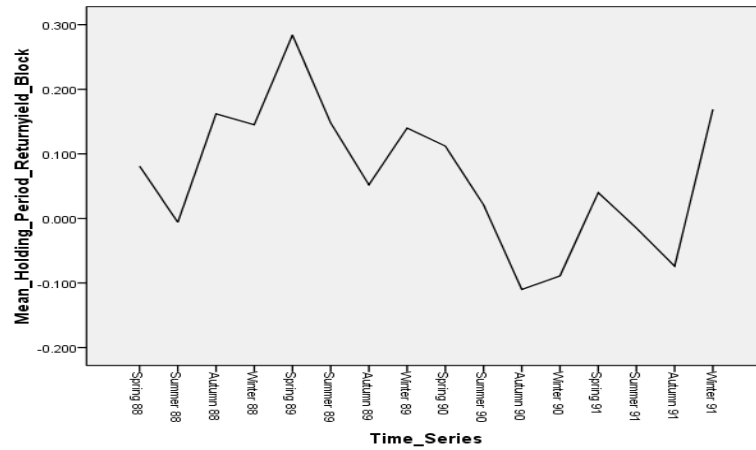
نتایج این آزمون در نگاره ۳ آمده است.

نگاره (۳): نتایج آزمون Paired-samples T test برای فرضیه دوم

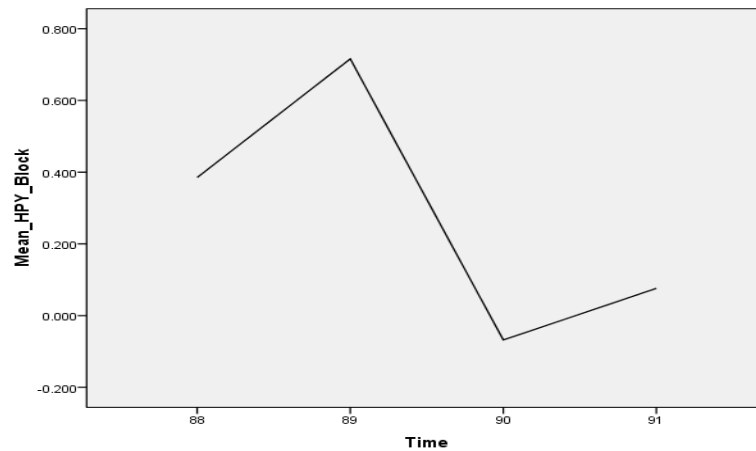
متغیرها	.Asymp. Sig	Mean Difference	فرض H <sub>0</sub>
جاری	۰/۵۶۷	۰/۰۰۹	تأیید
بهره‌وری سرمایه در گردش	۰/۱۱۲	۱/۰۸۶	تأیید
دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها	۰/۹۲۵	-۰/۰۰۱	تأیید
گردش کل دارایی‌ها	۰/۳۲۸	-۰/۰۱۱	تأیید
کل بدهی‌ها	۰/۱۹۳	-۰/۰۰۸	تأیید
مالکیت	۰/۱۷۰	۰/۸۰۷	تأیید
حاشیه سود عملیاتی	۰/۰۸۰	-۷/۰۷۵	تأیید
حاشیه سود خالص	۰/۲۳۸	-۴/۶۱۵	تأیید
ROA	۰/۴۷۷	-۰/۱۳۸	تأیید
ROE	۰/۰۶۶	-۵/۳۴۸	تأیید

همانگونه که مشاهده می‌شود فرض H<sub>0</sub> در کلیه نسبت‌های مورد بررسی تأیید شده است. عبارت دیگر خصوصی‌سازی به روش بلوکی تأثیر چندانی بر عملکرد شرکت‌ها نداشته است.

هرچند در دو نسبت حاشیه سود عملیاتی و حاشیه سود خالص مقدار منفی نسبتاً زیاد تفاوت میانگین نشان‌دهنده افزایش سودآوری این گروه از شرکت‌ها پس از خصوصی‌سازی است ولی این افزایش در حدی نیست که تفاوت میانگین‌ها معنی‌دار باشد.



نمودار (۳): روند تغییرات بازده سهام در دوره‌های سه ماهه برای فرضیه دوم



نمودار (۴): روند تغییرات بازده سالانه سهام برای فرضیه دوم

روند تغییرات میانگین بازده سهام شرکت‌هایی که واگذاری آنها بصورت بلوکی بوده طی سال‌های ۸۸ تا ۹۱ در نمودارهای ۳ و ۴ مورد بررسی قرار گرفته است. میانگین بازده سهام شرکت‌هایی که واگذاری آنها بصورت بلوکی است نیز در طول سال ۸۹ و تا اواسط سال ۹۰ دچار افت زیادی شده است. همانطور که ذکر شد این کاهش شدید بازده سهام شرکت‌ها بیش

از آنکه متأثر از فرآیند خصوصی سازی باشد بر اثر کاهش زیاد ارزش سهام شرکت‌ها در بازار بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مذکور ایجاد شده است. در اینگونه شرکت‌ها نیز پس از این دوره و تا پایان سال ۹۱ روند تغییرات میانگین بازده سهام صعودی است.

### آزمون فرضیه سوم

$$H_0: \mu_1 - \mu_2 = 0$$

$$H_1: \mu_1 - \mu_2 \neq 0$$

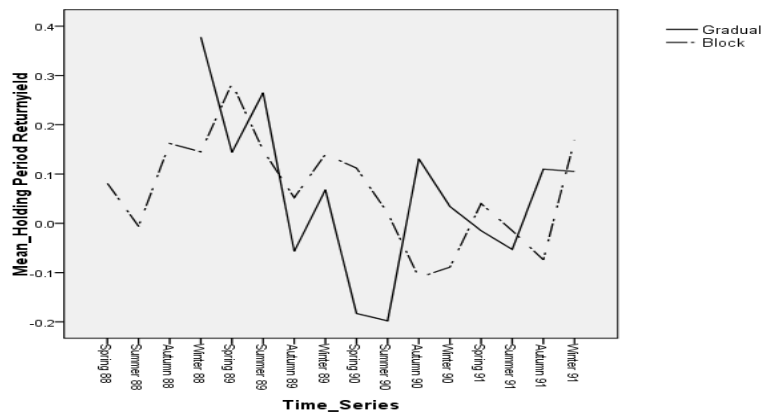
به نحوی که  $\mu_1$  میانگین هر یک از نسبت‌های مالی و بازده سهام شرکت‌های تدریجی در سال‌های ۸۸ تا ۹۱ و  $\mu_2$  میانگین نسبت‌های مالی و بازده سهام شرکت‌های بلوکی را طی سال‌های مذکور نشان می‌دهد. نتایج این آزمون در نگاره ۴ آمده است.

نگاره (۴): نتایج آزمون *Independent-samples T test* برای فرضیه سوم

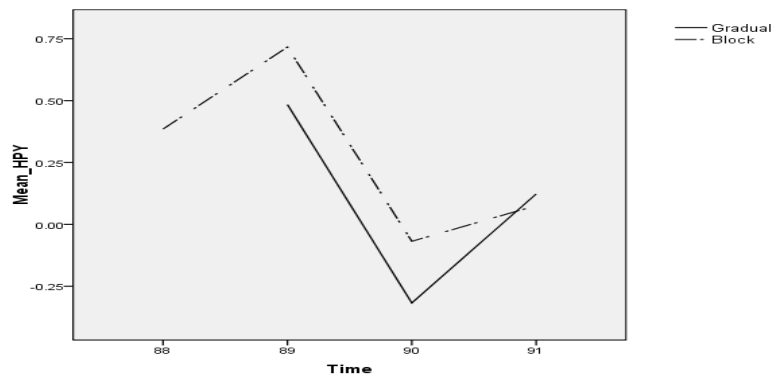
متغیرها	.Asymp. Sig	Mean Difference	فرض $H_0$
جاری	۰/۰۰۰	-۰/۱۲۳	رد
بهره‌وری سرمایه در گردش	۰/۱۶۶	۰/۶۳۱	تأیید
دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها	۰/۰۰۰	۰/۲۲۵	رد
گردش کل دارایی‌ها	۰/۰۰۰	۰/۱۵۷	رد
کل بدهی‌ها	۰/۰۲۱	-۰/۰۹۷	رد
مالکیت	۰/۰۲۳	۹/۷۱۷	رد
حاشیه سود عملیاتی	۰/۰۴۶	۹/۳۸۷	رد
حاشیه سود خالص	۰/۰۴۹	۹/۴۷۲	رد
ROA	۰/۰۳۳	۱/۷۷۵	رد
ROE	۰/۶۸۲	۱/۳۸۵	تأیید
HPY	۰/۳۳۰	-۰/۱۸۰	تأیید

نتایج آزمون حاکی از آن است که فرض  $H_0$  در بسیاری از نسبت‌های مورد بررسی رد شده است؛ اما چنانچه این نتایج را با نگاره شماره ۳ مقایسه کنیم مشخص می‌شود که رد فرض  $H_0$  بجز در خصوص سه نسبت گردش کل دارایی‌ها، حاشیه سود عملیاتی و حاشیه سود خالص،

ناشی از فرآیند خصوصی سازی نیست. مضافاً اینکه در مورد نسبت جاری، منفی بودن تفاوت میانگین نشان دهنده بهتر بودن وضعیت شرکت‌های بلوکی در این نسبت است. منفی بودن تفاوت میانگین در نسبت کل بدهی‌ها به معنی بهتر بودن شرکت‌های تدریجی است، زیرا این نسبت ماهیتی منفی دارد.



نمودار (۵): روند تغییرات بازده سهام در دوره‌های سه ماهه برای فرضیه سوم



نمودار (۶): روند تغییرات بازده سالانه سهام برای فرضیه سوم

روند تغییرات میانگین بازده سهام شرکت‌ها با دو نوع واگذاری تدریجی و بلوکی طی سال‌های ۸۸ تا ۹۱ در نمودارهای ۵ و ۶ مورد مقایسه قرار گرفته است. میانگین بازده سهام شرکت‌ها با دو نوع واگذاری تدریجی و بلوکی طی سال‌های ۸۸ تا ۹۱ روند افزایشی و کاهشی

مشابهی را طی کرده است، هر چند مقدار این میانگین در شرکت‌هایی با واگذاری بلوکی همواره بیشتر از شرکت‌هایی با واگذاری تدریجی بوده است، اما همانگونه که مشاهده می‌شود شیب خط میانگین شرکت‌های با واگذاری تدریجی بین سال ۹۰ تا ۹۱ تندتر بوده، بطوریکه مقدار میانگین بازده سهام نزدیک به پایان سال ۹۱ بیشتر از شرکت‌های با واگذاری بلوکی شده است. به نظر می‌رسد این امر ناشی از افزایش معنی‌دار سودآوری شرکت‌های با واگذاری تدریجی پس از فرآیند خصوصی‌سازی است که در تحلیل فرضیه اول به آن اشاره گردید.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این تحقیق تفاوت تأثیر واگذاری تدریجی و بلوکی سهام طی سه مرحله از طریق مقایسه نسبت‌های مالی و بازده سهام شرکت‌ها قبل و بعد از انتقال سهام و همچنین بین دو نوع مختلف انتقال سهام بررسی گردید. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد، در صنایع بیمه و بانک، نسبت‌های گردش کل دارایی‌ها، حاشیه سود عملیاتی و حاشیه سود خالص قبل و بعد از خصوصی‌سازی شرکت‌هایی که واگذاری سهام آنها تدریجی است از لحاظ آماری دارای تفاوت معنی‌دار است و این نسبت‌ها پس از خصوصی‌سازی بهبود یافته‌اند. در شرکت‌هایی که واگذاری سهام آنها بصورت بلوکی است، هر چند برخی از نسبت‌های مورد بررسی بهبود یافته اما میزان آن به حدی نیست که از نظر آماری معنی‌دار باشد.

در خصوص بازده سهام، شرکت‌ها با دو نوع واگذاری تدریجی و بلوکی طی سال‌های ۸۸ تا ۹۱ روند افزایشی و کاهشی مشابهی را طی کرده‌اند. اگر چه مقدار میانگین بازده سهام بلوکی‌ها تا اواخر سال ۹۱ بیشتر از تدریجی‌ها است و منفی بودن تفاوت میانگین HPY در آزمون فرضیه سوم (نگاره ۴) نیز موید این مطلب می‌باشد، اما در انتهای سال ۹۱ مقدار میانگین بازده سهام تدریجی‌ها بیشتر شده که به نظر می‌رسد بدلیل سودآوری بیشتر آنها باشد.

با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش و جهت موفقیت خصوصی‌سازی پیشنهاد می‌شود:

۱. همانگونه که در ماده ۲۰ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی، روش مرجح برای واگذاری بنگاه‌ها عرضه عمومی سهام در بورس می‌باشد، پیشنهاد می‌شود این اولویت‌بندی در روش‌های خصوصی‌سازی حتما مدنظر قرار گیرد.

۲. از آنجائیکه در صنایع سوددهی نظیر بیمه و بانک، سرمایه‌گذاری برای کسب سود بوده و نیازی به اصلاح ساختار نمی‌باشد، چنانچه فروش بلوکی باعث تغییر ساختار شرکت از طریق تغییر در اعضای هیات مدیره می‌شود در روش انتقال می‌بایست تجدید نظر شود.
۳. تصمیم‌گیری در خصوص انتقال مالکیت اینگونه شرکت‌ها و میزان نهایی درصد سهام قابل انتقال می‌بایست پیش از شروع خصوصی سازی هر یک از این شرکت‌ها توسط دولت تعیین شود. چنانچه دولت مایل به واگذاری مالکیت و انتقال بیش از ۵۱٪ از سهام متعلق به خود نیست، بهتر است از روش انتقال تدریجی استفاده شود. در غیر این صورت بهتر است در خصوص استفاده از روش‌های دیگری نظیر مزایده، مذاکره و غیره تحقیق بعمل آید.

### پی نوشت

- |   |                            |   |                          |
|---|----------------------------|---|--------------------------|
| ۱ | Time series analysis       | ۲ | Cross-sectional analysis |
| ۳ | Kolmogorov-Smirnov         | ۴ | Paired-samples T test    |
| ۵ | Independent-samples T test |   |                          |

### منابع:

- "آمار واگذاری‌های سالانه سازمان خصوصی سازی". سازمان خصوصی سازی، دفتر مطالعات، آمار و برنامه‌ریزی
- احمدی، سیدعلی اکبر، صالحی، علی، و فریدی، محمدرضا (۱۳۸۹). روش تحقیق در مدیریت. تهران: دانشگاه پیام نور
- اسلامی نژاد، سیدعلی (۱۳۹۲). خصوصی سازی در ایران. تهران: انتشارات فرهنگ دهخدا
- امینی‌مهر، اکبر (۱۳۷۲). مقایسه روش‌های خصوصی سازی اقتصادی و بررسی روند خصوصی سازی شرکت‌های دولتی از طریق بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس
- آذر، عادل، و مومنی، منصور (۱۳۹۰). آمار و کاربرد آن در مدیریت: جلد اول و دوم. تهران: انتشارات سمت
- براگ، استیون ام (۱۳۹۲). مرجع شاخص‌های کلیدی ارزیابی عملکرد سازمان (ترجمه محسن قره‌خانی و حسین صامعی). تهران: انتشارات آریانا قلم
- خاکی، غلامرضا (۱۳۹۱). روش تحقیق در مدیریت. تهران: نشر فوران



دانایی فرد، حسن، الوانی، سیدمهدی، و آذر، عادل (۱۳۹۲). روش‌شناسی پژوهش کمی در مدیریت:

رویکردی جامع. تهران: نشر صفار

رحیمی بروجردی، علیرضا (۱۳۸۹). خصوصی سازی. تهران: انتشارات دانشگاه تهران

سعیدی، علی، و شیرینی قهی، امیر (۱۳۹۱). ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها (شواهدی از بورس اوراق

بهادار تهران). فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، شماره ۱۸، ص ۱۵۳-۱۷۲

سلیمانی سدهی، مجتبی، و داورزنی، هدی (۱۳۸۹). خصوصی سازی و برون سپاری: نمونه‌های موفق و

ناموفق. تهران: انتشارات موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی

شعبانپور، نرجس (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و کارایی مدیریت موجودی با نگرش راهبری

شرکتی. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران

عطایی، امید (۱۳۸۹). مروری بر روند تهیه و تصویب قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون

اساسی. تهران: انتشارات مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

فضلزاده، علیرضا، محمدزاده، پرویز، و طهبازهندی، علی (۱۳۸۸). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر

عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنعت. فصلنامه بورس

اوراق بهادار، شماره ۷، ص ۵-۳۳

قالیباف اصل، حسن، و رنجبردرگاه، فائزه (۱۳۸۴). بررسی اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها (تجربه

خصوصی سازی در ایران). نشریه تحقیقات مالی، شماره ۱۹، ص ۱۱۷-۱۳۳

نصیری، پرویز، احمدی، سیدعلی اکبر، و صالحی، علی (۱۳۹۰). تحلیل آماری. تهران: دانشگاه پیام نور

نمازی، محمد، و کرمانی، احسان (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران. نشریه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۵۳، ص ۸۳-۱۰۰

نو، ریموند پی (۱۳۹۱). مدیریت مالی: جلد اول (ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیان). تهران:

انتشارات سمت

Agarwalla, S. K. , & Pandey, A. (2010). Price impact of block trades and price behavior surrounding block trades in indian capital market. Ahmedabad: Indian institute of management

Alzahrani, A. A. , Gregoriou, A. , Hudson , R. , & Kyriacou , K. (2010). Price impact of block trades in the saudi stock market. Brunel university, Economics and finance working paper No. 10-16

Kraus, A. , & Stoll, H. R. (n. d. ). Price impact of block trading on the NYSE. University of Pennsylvania , The Wharton school of finance and commerce , Rodney L. white center for financial research working paper No. 3-17

