

## اثرات خصوصی سازی بر توسعه بازار

محمد مشهدی تفرشی<sup>۱</sup>

مجید جهانگیر فرد<sup>۲</sup>

### چکیده

هدف اصلی این مقاله بررسی اثرات خصوصی سازی بر توسعه بازار در شرکت های خصوصی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران در بازه زمانی سال ۱۳۹۰ لغایت پایان سال ۱۳۹۳ می باشد. اطلاعات ۱۴۵ شرکت پذیرفته شده از بورس اوراق بهادار، سازمان خصوصی سازی و سایت های رسمی جمع آوری گردید و از آزمون تحلیل واریانس رگرسیون چندگانه و ضرایب معادله رگرسیون

۱. کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه آزاد اسلامی فیروزکوه

۲. استادیار گروه مدیریت، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران (نویسنده مسئول)

Dr.jahangirfard@gmail.com

جهت تجزیه و تحلیل داده بهره گرفته شد. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام با لحاظ نمودن عوامل کنترلی اندازه شرکت ، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت قیمت سهام به سود سهام و بر اندازه بازار سهام با لحاظ نمودن عامل کنترلی اندازه شرکت و بر شاخص بازار با توجه به عامل کنترلی نسبت ارزش دفتری با ارزش بازار موثر می باشد و ضروری است خصوصی سازی از طریق بازار سهام انجام شود .

**واژگان کلیدی:** خصوصی سازی ، توسعه بازار سهام ، شاخص بازار سهام، اندازه بازار

## مقدمه

اقتصاد ایران به شدت دولتی بوده و طی چند دهه اخیر به دلایل مختلف تحت تاثیر تفکرات و سیاست های مبتنی بر دولت محوری، دولتی تر و انحصاری تر شده است. (اشرفی، ۱۳۸۸) افزایش حجم فعالیت و تعدد شرکت های دولتی و ائتلاف و مصرف ناکارآمد و غیربهبینه منابع در شرکت های دولتی، دولت را واقف به این امر کرد که به منظور ارتقای کارایی و افزایش بهره وری منابع مادی و انسانی کشور، کارآمد کردن دولت در عرصه سیاست گذاری و توسعه توانمندی بخش های خصوصی و تعاونی، سهام شرکت های قابل واگذاری بخش دولتی و شرکت هایی که ادامه فعالیت آنها در بخش دولتی غیرضروری است را طبق مقررات قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی کشور به بخش های خصوصی و تعاونی واگذار کند. یکی از راه های رسیدن به توسعه اقتصادی سیاست خصوصی سازی است. خصوصی سازی روندی است که در طی آن، در هر سطحی دولت امکان انتقال وظایف و

تسهیلات و وظایف خود را از بخش عمومی به بخش خصوصی بررسی کرده و در صورت تشخیص و اقتضا نسبت به چنین انتقالی اقدام می کند. مفهوم خصوصی کردن مبین واجد شرایط کردن و باز نمودن درهای یک موسسه اقتصادی عمومی به نیروهای بازار با توجه به داده ها و باز داده ها می باشد. خصوصی سازی در ایران برای اولین بار در سال ۱۳۶۲ مطرح و با برنامه اول در سال ۱۳۶۸ دنبال شد. از آن رو که درآمدهای حاصل از فروش نفت و گاز نیاز به تخصیص و خرج کردن دارد که دائماً در اختیار دولت بوده است بنابراین برای کاستن از رشد دولت در اقتصاد خصوصی سازی در ایران مطرح شد. (کیان پور، ۱۳۸۸)

در حال حاضر بورس اوراق بهادار کشورمان این مهم را به عهده گرفته است. بدین معنی که سرمایه گذاران به واسطه بورس اوراق بهادار می توانند نسبت به سرمایه گذاری در اوراق بهادار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اقدامات لازم را صورت دهند. (ابوالحسنی، ۱۳۸۹)

با توجه به اهمیت خصوصی سازی و افزایش کارایی شرکت ها که از اهداف مورد نظر سیاست خصوصی سازی است. (ابوالحسنی، ۱۳۸۹) هدف این مقاله بررسی آثار خصوصی سازی بر کارایی و بازدهی و ارزش آفرینی شرکت ها بعد از خصوصی سازی می باشد. در این تحقیق در نظر است به این سوال پاسخ داده شود آیا خصوصی سازی بر اندازه بازار، شاخص بازار و توسعه بازار با توجه به عوامل کنترلی اندازه بازار، اندازه شرکت و شاخص بازار موثر می باشد. برای پاسخ به این سوال ها، این مقاله به شرح زیر سازماندهی شده است: پس از مقدمه، پیشینه و مبانی و مدل مفهومی استخراج شده از مبانی فوق ارائه و تبیین می شود، سپس روش تحقیق توصیف می شود به دنبال آن نتایج آماری و تجربی ارائه می گردد. بخش پایانی به نتیجه گیری و پیشنهادها اختصاص می یابد.

## پیشینه و مبانی تحقیق

خصوصی سازی بخشی از سیاست اقتصادی می باشد که امروزه تحت عناوینی چون آزاد سازی اقتصادی و یا پیوستن به اقتصاد جهانی از سوی برخی از دولت ها به شدت تعقیب می گردد. نهادهای بین المللی همچون صندوق بین المللی پول و بانک جهانی نیز از مدافعان سرسخت این سیاست نوظهور محسوب می گردند. خصوصی سازی یعنی تغییر فضای حاکم بر فعالیت بخش دولتی به گونه ای که در عین حفظ بافت اصلی فعالیت ها صرفاً فضای بخش مذکور تغییر یافته و شرایط و جو بازار بر نحوه عملکرد شرکت به گونه ای تاثیر گذار تا انگیزه ها و مکانیزم های بخش خصوصی ملاک عمل شود.

تاکنون مطالعات بسیاری در زمینه خصوصی سازی و تاثیرات آن بر روی عامل های مختلف صورت پذیرفته است. سمیر قاضوعاتی در سال ۲۰۰۹ در مقاله اش با عنوان خصوصی سازی و توسعه بازار مالی در کشور های نوظهور و تاثیر خصوصی سازی بر اندازه بازار سهام و نقدینگی بررسی نمود. نتایج نشان دهنده این بود که افزایش خصوصی سازی در افزایش توسعه بازار سهام کمک می کند. قاضوعاتی، بوبکری، سامی بن، ۲۰۰۹) همچنین متخصصین بانک جهانی متشکل از ویلیام مگینسون، رابرت نشو، ماتياس ون راندن ۴ بورگدر سال ۱۹۹۶، انجام گردیده است. در این پژوهش عملکرد مالی و کارایی شرکت ها در سه سال قبل و بعد از خصوصی سازی مورد بررسی قرار گرفته است. عملکرد مالی و عملیاتی ۶۱ شرکت در ۱۸ کشور (۶ کشور در حال توسعه و ۱۲ کشور صنعتی) و در ۳۲ صنعت که خصوصی شده بودند، مورد بررسی قرار گرفته است. یافته های این تحقیق حاکی از افزایش قابل توجه در سودآوری، کارایی، سرمایه گذاری و کاهش در اهرم مالی بوده است. در مطالعه دیگری برناردو بورتولوتی و همکاران در سال ۲۰۰۰، عملکرد مالی و عملیاتی ۳۱ شرکت فعال در صنعت مخابرات و ارتباطات را در ۲۵ کشور توسعه یافته و در حال توسعه در طی سال های ۱۹۹۸-۱۹۸۱ و در دوره های هفت ساله مورد بررسی قرار داده اند. معیارهای بررسی نیز شاخص های سودآوری، کارایی عملیاتی و سرمایه گذاری در سه سال قبل و بعد از خصوصی سازی بوده است. یافته های این تحقیق نیز به مانند تحقیقات قبلی، حاکی از بهبود کلیه شاخص های ذکر شده در شرکت های خصوصی شده است. همچنین در تحقیق دیگری رامامورتی در سال ۲۰۰۰، ۱۱۸ شرکت از ۲۹ کشور (در حال توسعه و توسعه یافته) را از نظر عملکرد مالی و عملیاتی (کارایی) مورد بررسی قرار داده است. اکتن و آرین (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان تاثیر خصوصی سازی بر کارایی به بررسی تاثیر خصوصی سازی بر کارایی شرکت های خصوصی سازی شده در ترکیه پرداختند. آنها تاثیر خصوصی سازی بر شرکت ها را از دو جهت می دانستند: اول، این که خصوصی سازی باعث تغییر در اهداف شرکت می شود (تاثیر مالکیت) و دوم، این که خصوصی سازی باعث تغییر در ساختار بازار می شود (تاثیر محیطی) آن ها به این نتیجه رسیدند که برای بهبود کارایی شرکت های خصوصی شده تاثیر مالکیت کافی است. آژمن ساینی و همکاران (۲۰۱۰) ۵ در تحقیقی به بررسی تاثیر بازار مالی در رابطه ی بین سرمایه گذاری مستقیم

1. Samir Ghazouani

2. Willim Magginson

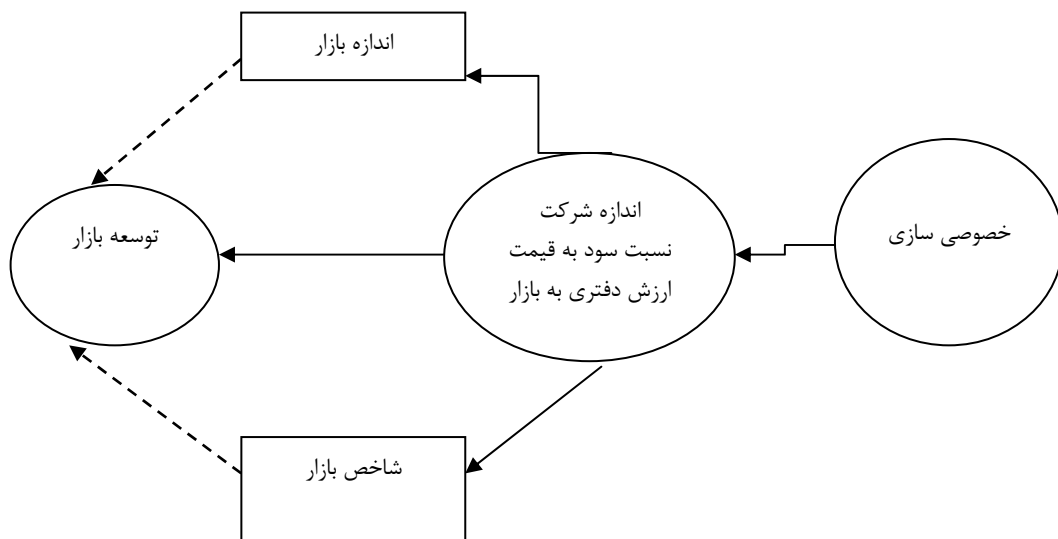
3. Robert Nash

4. Mathias Van Randenborg

5. Sine et al

خارجی و رشد اقتصادی پرداختند. آن‌ها در این تحقیق با استفاده از داده‌های ۹۱ کشور در دوره‌ی زمانی ۱۹۷۵-۲۰۰۵ و روش برآورد آستانه‌ای به این نتیجه رسیدند: زمانی که توسعه بازار مالی از حد معینی افزایش یابد، تاثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی مثبت خواهد بود. علیرضا ابوالحسنی (۱۳۸۹) به بررسی تاثیر خصوصی سازی شرکت‌های دولتی بر ارزش افزوده اقتصادی آنها پرداخته شده است. در این تحقیق اطلاعات سه سال قبل و بعد از خصوصی سازی ۳۲ شرکت که ۵۰٪ سهام دولتی آنها به بخش خصوصی واگذار شده است طی سال‌های ۱۳۷۹-۱۳۸۷ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این تحقیق بدین صورت است که خصوصی سازی تاثیری بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها نداشته و در واقع عملکرد و بازدهی را تغییر قابل توجهی نداده است. حسام ناجی زواره در سال ۱۳۹۰ به بررسی اثر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و نتایج فرضیاتش نشان داد که خصوصی سازی تاثیری بر توسعه بازار سهام ندارد. امینی مهر (۱۳۷۲) یکی از راه‌های کاهش مشکلات دولت را، خصوصی کردن شرکت‌های دولتی تشخیص داده که به بررسی عملکرد جریان خصوصی سازی از است. نهایتاً مشخص نموده برای موفقیت خصوصی سازی در ایران، تجدید نظر کلی لازم است. نوشین باقری زمانی در ۸۸ ارزیابی روند بازدهی سهام شرکت‌های خصوصی شده از طریق بورس اوراق بهادار پرداختند. براساس تحلیل‌های آماری انجام شده مشخص شد که به طور کلی بین بازده سهام شرکت‌های واگذار شده قبل و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود دارد بیشترین افزایش در ۳ سال اول و بیشترین کاهش در ۳ سال چهارم بعد از خصوصی سازی اتفاق افتاده است.

براساس مباحث نظری مدل مفهومی ذیل تبیین گردید.



شکل ۱- مدل مفهومی

## روش شناسی تحقیق

جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت های خصوصی پذیرفته شده از ابتدای سال ۱۳۹۰ لغایت پایان سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار ایران بوده که اطلاعات ۱۴۵ شرکت از طریق بورس اوراق بهادار، سازمان خصوصی سازی و داده های موجود در سایت های رسمی اخذ شده است. روش تحقیق از نوع توصیفی-همبستگی بوده و از بعد هدف کاربردی می باشد. جهت تجزیه تحلیل داده و بررسی همبستگی متغیرها از آزمون دوپین-واتسون و به منظور بررسی تاثیر متغیر خصوصی سازی بر توسعه بازار از آزمون تحلیل واریانس رگرسیون و ضرایب معادله رگرسیون بهره گرفته شده است.

## یافته های تحقیق

جهت انجام آزمون های آماری از رگرسیون و تحلیل واریانس که دارای خطای معیار کمتری در مقایسه با سایر روش های آماری می باشند استفاده شده است.

**فرضیه ۱:** خصوصی سازی بر اندازه بازار با توجه به عوامل نسبت قیمت به درآمد، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت تاثیر دارد.

**جدول ۱-:** تحلیل واریانس رگرسیون (ANOVA) متغیرهای مستقل و متغیر وابسته

مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
1	رگرسیون	4	104/931	3/211	0/01
	باقیمانده	140	32/677		
	کل	144	4994/433		

**جدول ۲- ضرایب معادله رگرسیون (coefficients) متغیرهای مستقل و متغیر وابسته**

سطح معناداری	T	B استاندارد شده	مدل
0/048	1/992	0/163	خصوصی سازی
0/031	2/174	0/177	اندازه شرکت
0/065	1/862	0/152	نسبت p/e
0/291	1/060	0/086	ارزش دفتری به ارزش بازاری

$$SM = 1/147 + 0/163(\text{khososisazi}) + 0/177(\text{P/E}) + 0/152(\text{SIZE}) + 0/086(\text{BV/MV})$$

**فرضیه ۲:** خصوصی سازی بر شاخص بازار سهام با توجه به عوامل نسبت قیمت به درآمد، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت تاثیر دارد



جدول ۳: تحلیل واریانس رگرسیون (ANOVA) متغیرهای مستقل و متغیر وابسته

مدل		مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
۱	رگرسیون	7/303	4	1/826	3/758	0/006
	باقیمانده	68/021	140	0/486		
	کل	75/324	144			

جدول ۴- ضرایب معادله رگرسیون (coefficients) متغیرهای مستقل و متغیر وابسته

سطح معناداری	T	B استاندارد شده	مدل
0/029	2/203	0/177	خصوصی سازی
0/07	1/828	0/147	اندازه شرکت
0/03	2/186	0/176	نسبت p/e
0/08	1/755	0/141	ارزش دفتری به ارزش بازاری

$$RM = ۰/۰۳۵ - ۰/۱۷۷(khososisazi) + ۰/۱۴۷(P/E) + ۰/۱۷۶(SIZE) + ۰/۱۴۱(BV/MV)$$

فرضیه ۳: خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام با توجه به عوامل نسبت قیمت به درآمد، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت تاثیر دارد.

جدول ۵- تحلیل واریانس رگرسیون (ANOVA) متغیرهای مستقل و متغیر وابسته

مدل		مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
1	رگرسیون	664/636	4	166/159	6/239	۰/۰۰۶
	باقیمانده	3728/757	140	26/634		
	کل	4393/393	144			

جدول ۶-ضرایب معادله رگرسیون متغیرهای مستقل و متغیر وابسته

سطح معناداری	t	B استاندارد شده	مدل
0/004	2/927	0/229	خصوصی سازی
0/007	2/718	0/212	توسعه شرکت
0/033	2/159	0/169	نسبت p/e
0/027	2/230	0/175	ارزش دفتری به ارزش بازاری

$$DE = ۰/۲۲۷ + ۰/۲۲۹(\text{khosisisazi}) + ۰/۱۶۹(\text{P/E}) + ۰/۲۱۲(\text{SIZE}) + ۰/۱۷۵(\text{BV/MV})$$

### نتایج و پیشنهادها

نتایج استخراج شده از داده های ۱۴۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران در جداول ۱ و ۲ نشان دهنده این است که خصوصی سازی بر اندازه بازار با تاکید بر متغیر اندازه شرکت تاثیر داشته و متغیرهای نسبت قیمت به درآمد و ارزش دفتری به ارزش بازاری نقشی در این فرایند ندارند. در جداول ۳ و ۴ خصوصی سازی بر شاخص بازار سهام با تاکید بر متغیر نسبت قیمت به درآمد تاثیر دارد و متغیرهای اندازه شرکت و ارزش دفتری به ارزش بازاری نقشی در این تاثیر ندارد. نتایج جداول ۵ و ۶ بیان می کند که خصوصی سازی بر توسعه بازار با متغیرهای اندازه شرکت ، نسبت قیمت به درآمد و ارزش دفتری به ارزش بازاری تاثیر دارد.

- با عنایت به نتایج فرضیات می توان پیشنهادات و توصیه های زیر را اعلام نمود.
۱. واگذاری سهام شرکت های دولتی به سازمان های خصوصی می تواند اهداف خصوصی سازی را به نحو مطلوب برآورده سازد، لذا پیشنهاد می شود این روند توسعه یابد.
  ۲. پذیرفتن این واقعیت توسط مدیران شرکت های دولتی مبنی بر اینکه خصوصی سازی در سطح کلان می تواند باعث بهبود عملکرد بازار سرمایه و در نتیجه وضعیت مالی شرکت ها و اقتصاد ایران گردد.
  ۳. ادامه روند خصوصی سازی از طریق بازار بورس اوراق بهادار
  ۴. آموزش پرسنل شرکت های دولتی جهت فواید خصوصی سازی
  ۵. بالا بردن سطح تکنولوژی شرکت های دولتی جهت رقابت پذیری در زمان خصوصی سازی
  ۶. اعمال بخشودگی های مالیاتی برای شرکت های نوپای خصوصی شده. همین مساله سبب می شود بنیه مالی شرکت های واگذار شده مناسب باشد.
  ۷. فرهنگ سازی عمومی جهت آشنایی بیشتر با سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار

## منابع

۱. ابوالحسنی، ع. ، ۱۳۸۹، " بررسی تاثیر خصوصی سازی شرکتهای دولتی بر ارزش افزوده اقتصادی آنها"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک .
۲. باقری زمانی، ن. ، نصراللهی، خ. ، آقایی، ک. ۱۳۸۸، "ارزیابی روند بازدهی سهام شرکت های خصوصی سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار"، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۲، ص ۴۲-۵۹
۳. تقوی، م.، ۱۳۸۹، " توسعه مالی سرمایه گذاری و رشد اقتصادی"، فصلنامه حسابرسی، ص ۵۹-۷۰.
۴. حیدری کرد زنگنه، غ. ، ۱۳۸۷، "ارائه مدلی جهت ارتقا و توسعه خصوصی سازی در ایران"، پژوهشنامه اقتصادی، ص ۲۱۹-۲۰.
۵. دهمرده، ن.، شکری، ز.، ۱۳۸۹، "اثرات توسعه مالی بر توزیع درآمد در ایران"، مجله پژوهش ها و سیاست های اقتصادی، شماره ۵۴، ص ۱۴۷-۱۶۴.
۶. رضایی دولت آبادی، ح. ، صمدی، س. ، ناجی زواره، ح.، ۱۳۹۰، "تحلیل تاثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام در ایران"، مجله پژوهش های حسابداری مالی، ص ۹۷-۱۱۲.

۷. زنجیردار، م.، سجادی، م.، ۱۳۸۹، "ارزیابی کیفیت متغیرهای ریسک سیستماتیک، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، اندازه شرکت، نسبت قیمت به درآمد، نسبت درآمد به قیمت، بازده بازار، بازده بدون ریسک و صرف ریسک بازار در تبیین بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران"، فصلنامه مدیریت صنعتی علوم انسانی دانشگاه آزاد سنندج، ص ۱۴۳
۸. شعبانی، صالح آبادی، ع.، راه نشین، ع.، ۱۳۸۹، "بررسی تاثیر اجرای سیاست های اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران بر توسعه مالی با تاکید بر بازار سرمایه"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۲، ص ۶۳-۸۵.
۹. صفارزاده، غ.، ۱۳۸۱، "موانع خصوصی سازی در ایران"، مجله تدبیر، ص ۴۷-۵۳.
۱۰. صفارزاده پاریزی، غ.، ۱۳۸۵، "مروری بر سیاست خصوصی سازی و بررسی عملکرد آن در فاصله سال های ۶۸-۸۰"، پژوهشنامه اقتصادی، ص ۱۱۵-۱۳۳
۱۱. صمدی، ع.، ۱۳۸۸، "توسعه مالی و آزمون فرضیه باز بودن همزمانی (تجاری و مالی) اقتصاد ایران ۱۳۵۰-۸۵"، مجله علمی پژوهشی سیاست گذاری اقتصادی، ص ۱۵۹-۱۸۲
۱۲. صمدی، ع.، ۱۳۸۸، "سرمایه اجتماعی و توسعه مالی: اقتصاد ایران ۱۳۵۰-۸۵"، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۸۸، ص ۱۱۷-۱۴۴.
۱۳. فتحی، س.، عسکرزاد نوری، ب.، ۱۳۸۸، "بررسی تاثیر خصوصی سازی بر روی توسعه بازار سهام"، مجله بررسی های بازرگانی، شماره ۳۸، ص ۷۳-۹۳.
۱۴. فرخی، م.، ۱۳۹۰، "تاثیر اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی بر شاخص های عملکرد و بهره وری شرکت سهامی آلومینیوم ایران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.

15. Bortolotti Bernardo & Dejong & Nicodano Giovanni & Schindele Iboya (2007), "Privatization and Stock Market Liquidity." *Journal of Banking and Finance*, vol.31, pp.297-319.
16. Boubakri Narjess: Olfa Hamza (2007), "The Dynamics of Privatization , the Legal Environment and Stock Market Development " . *International Review of Financial Analysis* , Vol. 16, PP.304-331.
17. Dela Torre Augusto & Gozzi Juan Carlos & Schmulster Sergio (2007), "Stock Market Development under Globalization", *Journal of Banking and Finance* , Vol. 31, PP 1731-1751.
18. Kerr Jarrod & Qui Mei & c. Rose Lawrence (2008), "Privatization in New Zealand and Australia: An Empirical Analysis", *Journal of*

- Managerial Finance , Vol.34, No.1 , PP.41-52.
19. Laura Gabeza Garcia & Silvia Gomez Anson.(2012), "*What Drives The Operating Performance of Privatised Firms?*", Scottish Journal of Political Economy, Vol.59, No.1,
  20. Narjess Bobakari, Jean Cloud Cosset.(1994), "*Public Policy for the private sector. privatization in Developing countries*". An Analysis of the performance of Newly Privatized Firm, Note No
  21. Okten Cagla & Arian K. Peren (2006), "*The Effects of Privatization on Efficiency :How Does Privatization Work?*", Journal of World Development, vol.34, No.9, PP. 1537-1556.
  22. Ramamurti, R, (2000), "*A multivariate model of privatization emerging economies*", Academy of management Review 25. pp.525-550.
  23. Samy Ben Naceur & Narjess Boubakri & Samir Ghazouani,(2009), "*Privatization and financial market development in emerging countries: A comparative study*", working paper :<http://www.ssrn.com>.

