

بررسی تأثیر واگذاری سهام دولتی بر عملکرد مالی (سودآوری)

دکتر پرویز سعیدی*
جواد قزل سفلو**

چکیده

خصوصی سازی و واگذاری سهام شرکت هایی که تحت مالکیت دولت قرار دارند از جمله سیاست های اقتصادی است که در دو دهه اخیر مورد توجه اغلب سیاست گذاران در کشور های مختلف بوده است. این تحقیق به دنبال ارزیابی اثر واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش خصوصی بر عملکرد مالی آنها با استفاده از نسبت های سودآوری شامل بازده دارایی (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و بازده فروش (ROS) در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور ۲۹ شرکت که طی سالهای ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۵ سهام دولتی آنها به بخش خصوصی واگذار شده است در دو بخش که شامل بخش اول در دو سطح واگذاری (بیش از ۵۰ درصد و کمتر از ۵۰ درصد) با استفاده از آزمون رتبه ای ویلکاکسون و مدل رگرسیونی و به روش OLS و بخش دوم در سه سطح واگذاری (کمتر از ۲۰ درصد؛ بین ۲۰ تا ۵۰ درصد و بیشتر از ۵۰ درصد) با استفاده از آزمون فریدمن مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان می دهد که در بخش اول عملکرد مالی شرکت ها افزایش یافته است و در بخش دوم عملکرد مالی در سه سطح واگذاری تفاوت معناداری نداشته است.

واژگان کلیدی :

واگذاری سهام دولتی (خصوصی سازی)، سودآوری، بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام ، بازده فروش

* استادیار، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی آباد کتول (parvizaeeedi@yahoo.com)
گلستان - علی آباد کتول - دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی آباد کتول
** دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت دولتی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی آباد کتول
گلستان - علی آباد کتول - دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی آباد کتول

نویسنده مسئول یا طرف مکاتبه : دکتر پرویز سعیدی

مقدمه

ضرورت دخالت جدی دولت در اقتصاد در اواخر دهه سوم قرن بیستم در کشور های پیشرفته صنعتی به دنبال بروز رکود و افزایش بیکاری در اقتصاد این کشور ها مطرح شد. کینز معتقد بود رکود ناشی از کمبود تقاضای کل در اقتصاد است و مکانیسم بازار قادر به برطرف نمودن آن نیست، بنابراین نیاز به دخالت دولت وجود دارد. به این ترتیب از دهه ۱۹۳۰ تا ۱۹۷۰ دولت ها با هدف از میان برداشتن نارسایی های بازار، ایجاد زیر ساخت های اقتصادی، تخصیص بهینه منابع، تأمین کالاهای و خدمات اساسی، دستیابی به اهداف اقتصادی و اجتماعی و سرعت بخشیدن به توسعه، بسیاری از فعالیت های اقتصادی را بر عهده گرفتند. به تدریج و با افزایش دامنه فعالیت های دولت ها، مشکلاتی از جمله ضعف نظام حسابرسی و ارزشیابی، نبود انگیزه کافی، چندگانگی اهداف، بروکراسی شدید اداری، بهره گیری نادرست از انحصارات، ناکارایی اقتصادی، عدم استفاده کارآمد از منابع و... بروز کرد و باعث شد تا در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ مجدداً سیاست های آزاد سازی به عنوان یک راه حل دنبال شود.

در ایران نیز سیاست خصوصی سازی و واگذاری شرکت های دولتی از سال ۱۳۷۰ و براساس مفاد تبصره ۳۲ قانون برنامه اول توسعه کشور مصوب ۱۳۶۹، به منظور شتاب بخشیدن به رشد اقتصادی، ارتقای کارایی اقتصادی و بهره وری منابع مادی و انسانی، افزایش رقابت پذیری و مشارکت بخش خصوصی در فعالیت های اقتصادی و منطقی کردن اندازه دولت و کاستن از بار مالی و مدیریتی آن در تصدی فعالیت های اقتصادی، به اجرا درآمد و در سال ۱۳۸۰ با تشکیل سازمان خصوصی سازی سرعت بیشتری به خود گرفت.

در واقع هدف اصلی پژوهشگر پاسخ به این سؤال اساسی است که آیا واگذاری سهام دولتی توانسته است تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی (سودآوری) شرکتها داشته باشد؟ به این سؤال، با بهره گیری از معیارهای مالی یعنی سه نسبت بازده دارائی (ROA^1)، بازده حقوق صاحبان سهام

(ROE^2) و بازده فروش (ROS^3) پاسخ داده خواهد شد که در صورت مثبت بودن پاسخ، دولت همچنان می تواند نسبت به اجرای سیاست های خصوصی سازی با اطمینان بیشتری عمل کند و از طرفی کسانی که همچنان با شک و تردید تماشاگر برنامه های خصوصی سازی اند با واقعیت بیشتر آشنا شده و با همفکری نسبت به اجرای این سیاستها، دولت را مساعدت کنند.

مروری بر پیشینه پژوهش

تفکر اصلی در واگذاری از بخش دولتی به بخش خصوصی این است که فضای رقابت و نظام حاکم بر بازار، بنگاهها و واحد های خصوصی را مجبور می سازد تا عملکرد کارتری داشته باشند. بر اساس این تفکر تعاریف و نظریه های متعددی ارائه شده است (Appergis, 2000, 225-234). آکینلو و سالوو معتقدند که خصوصی سازی عبارت است از انصراف دولت از تملک تمام و یا قسمت هایی از دارایی ها و دیگر منافع که کلا و یا بخشی از این تشکیلات بوسیله دولت مرکزی تصرف شده اند (Akinlo & Salawu, 2005, 171-180). واژه خصوصی سازی حاکی از تغییر در تعادل بین حکومت و بازار و به نفع بازار است. خصوصی سازی وسیله ای برای افزایش کارایی (مالی و اجتماعی) عملیات یک مؤسسه اقتصادی است. زیرا چنین به نظر می رسد که مکانیسم عرضه و تقاضا و بازار در شرایط رقابتی باعث بکارگیری بیشتر عوامل تولید، افزایش کارایی عوامل و در نتیجه تولید بیشتر و متنوع تر کالاها و خدمات و کاهش قیمت ها خواهد گردید (Pomeranz, 1996, 31-35). تحقیقات دانشگاهی بسیاری در رابطه با اثر واگذاری بر عملکرد شرکت ها انجام شده است که به برخی از آنها در ذیل اشاره می شود:

یکی از بزرگترین تحقیقات در زمینه خصوصی سازی، توسط نرجس بوباکری^۴ و ژان کلود کاست^۵ (۱۹۹۴)، انجام

2. Return on Equity

3. Return on Sale

4. Narjess Boubakeri

5. Jean Claude Cosset

1. Return on Assets

تجزیه و تحلیل عملکرد و نتیجه گیری، آزمون رتبه علامت دار ویلکاکسون بوده است. یافته های این تحقیق حاکی از افزایش قابل توجه در سودآوری، کارایی، سرمایه گذاری و کاهش در اهرم مالی بوده است (Magginson, 1996).

در مطالعه دیگری توبینز کیو ایل^۳ (۱۹۹۸)، اثر ساختار مالکیت بر عملکرد تولید شرکت های صنعتی روسی را بررسی کرد و اثر مثبت مالکیت خصوصی نسبت به مالکیت دولتی بر تولید کارگران را مشاهده کرد. وی دریافت که بیشتر این تغییرات به دلیل اثرات مثبت مدیریتی و مالکیت کارکنان است (Earle, 1998).

در مطالعه دیگری برناردو بورتولوتی^۴ و همکاران (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 سالهای 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. یکی از یافته های مهم این پژوهش حکایت از آن دارد که بهبود در سودآوری، بیشتر ناشی از کاهش عمده در هزینه ها بوده است تا افزایش قیمت‌ها و نیز افزایش کارایی، ناشی از بهبود در انگیزه کارکنان و بهره‌وری است (Bortolotti & et al, 2000).

در تحقیق دیگری رامامورتی^۵ (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. در این تحقیق شاخص های سودآوری (درآمد عملیاتی به فروش، بازده فروش و بازده داراییها و بازده سرمایه) و شاخص های کارایی (نسبت فروش واقعی هر کارمند) و شاخص های سرمایه (مخارج سرمایه ای به فروش و سرمایه ای به کل دارایی ها) در سه سال قبل و بعد از خصوصی سازی بررسی شده اند. نتایج این تحقیق نیز حاکی از بهبود معنی دار تمامی شاخص ها در تمام کشورها بوده است. (Ramamurti, 2000, 525-550)

گرفته است. در این پژوهش ۷۹ شرکت از بین ۲۳ کشور در حال توسعه انتخاب شده است و عملکرد مالی و عملیاتی آنها در سه سال قبل و بعد از خصوصی سازی و طی دوره زمانی ۱۹۹۲-۱۹۸۰ بررسی شده است. شرکت‌های این نمونه از کشورهای با درآمد اقتصادی اندک (بنگلادش، هند و پاکستان)، کشورهای با درآمد متوسط (آرژانتین، برزیل، یونان، کره، مالزی، مکزیک، پرتغال، سنگاپور، تایوان، ترینیداد و توباگو و ونزوئلا) انتخاب شده اند. این نمونه ها شامل صنایع مختلف با اندازه های متفاوت است. هدف مطالعه این بوده است که مشخص نماید آیا اجرای سیاست خصوصی سازی در کشورهای در حال توسعه مطلوب بوده است و منجر به بهبود عملکرد، بویژه سودآوری شده است یا خیر؟ بدین منظور از شاخصهای سودآوری و عملیاتی برای تعیین تغییر در عملکرد استفاده شده است.

یافته های تحقیق بیانگر آن است که با خصوصی شدن شرکت ها سوددهی آنها نیز افزایش یافته است (Bobakari & Cosset, 1994). یافته های تحقیق بیانگر آن است که با خصوصی شدن شرکت ها سوددهی آنها نیز افزایش یافته است (Bobakari & Cosset, 1994). در مطالعه دیگری باربریز^۱ و دیگران (۱۹۹۶)، تغییرات عملکرد در ۴۵۲ شرکت خصوصی شده روسی را بررسی کردند و دریافتند که تغییرات در سبک مدیریت و مالکیت به حداکثر سازی ارزش منجر می شود (Barberies & et al, 1996).

تحقیق دیگری در زمینه خصوصی سازی که بدون اغراق یکی از گسترده ترین و جامع ترین تحقیقات به وسیله زبده ترین متخصصان است، توسط گروه متخصصین بانک جهانی متشکل از ویلیام مگینسون^۲ و دیگران (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. در این تحقیق ابزار مالی مورد استفاده جهت

3. Tobins q Earle

4. Bernardo Bortolotti

5. Ramamurti

1. Barberies

2. Willim Magginson

مالیات، (ROE, ROA, ROS)، کارایی عملیاتی، هزینه سرمایه، بازده، اشتغال، نسبت اهرمی، سود تقسیمی و ریسک. از نتایج حاصل از تحقیق بهبود قابل توجهی در سودآوری، کارایی عملیاتی و سود سهام و برعکس کاهش قابل توجهی در سطح اشتغال کارکنان، بدهی و ریسک مشاهده شد و به طور کلی نتایج، بهبود قابل توجهی را نشان دادند. همچنین مشاهده شد که شرکت های واگذار شده به کارکنان و اشخاص خاص نسبت به شرکت های واگذار شده از طریق بورس، عملکرد بهتری را نشان می دهند (Omran, 2003).

در تحقیق دیگری کوک^۷ و همکاران (۲۰۰۶)، با مطالعه ۶۳ کشور در حال توسعه در بین سالهای ۱۹۹۷-۱۹۸۸ بر نقش محوری خصوصی سازی در رشد اقتصادی این کشورها تأکید کردند. آنها معتقدند که بین خصوصی سازی و رشد اقتصادی در این کشورها همبستگی مثبت و بالایی وجود دارد. با این حال خصوصی سازی در یک دوره زمانی طولانی مدت تحقق می یابد و نیازمند اصلاح مجدد قوانین و مقررات و تنظیم قوانین رقابتی است. خصوصی سازی زمانی می تواند نتایج مطلوب اقتصادی در پی داشته باشد که اصلاحات ساختاری در این کشورها عملی شود (Cook & et al, 2006).

در مطالعه دیگری جو جیانگ^۸ و دیگران (۲۰۰۶) به بررسی تأثیر خصوصی سازی بر سودآوری شرکت های واگذار شده در چین پرداخته اند. آنها علاوه بر بررسی تغییرات سودآوری شرکت های خصوصی شده، تغییرات سودآوری شرکت های دولتی را نیز مورد توجه قرار دادند. برای این منظور آنها سودآوری ۱۴۹ شرکت خصوصی شده را بین سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ و باتکیه بر متغیر بازده فروش (ROS) به عنوان معیاری برای سودآوری، مورد ارزیابی قرار داده اند. یافته های این تحقیق حاکی از بهبود سودآوری شرکت های واگذار شده در مقایسه با شرکت های دولتی می باشد (Jiang & et al, 2006).

در تحقیق دیگری کوسندا^۱ و اسوجنار^۲ (۲۰۰۲)، به مطالعه اثر مالکیت بر عملکرد شرکت ها در برنامه گسترده خصوصی سازی در جمهوری چک پرداختند و اثر انواع مختلف مالکیت و میزان تمرکز مالکیت را در دوره بعد از واگذاری مورد بررسی قرار دادند. متغیرهایی که مورد بررسی قرار گرفتند عبارتند از: سود عملیاتی، درآمد فروش، هزینه نیروی کار، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام. نتایج تحقیق آنها بیانگر آن است که در دوره بعد از واگذاری، مالکیت خصوصی نسبت به مالکیت دولتی به عملکرد بالاتر دست می یابد. به عبارتی مالکیت خصوصی عملکرد بهتر و یا در برخی موارد عملکرد همسان در مقایسه با مالکیت متمرکز در دست دولت دارد (Kocenda & Svejnar, 2002).

در تحقیق دیگری آکینلو^۳ و سالوو^۴ (۲۰۰۵) میزان کارایی خصوصی سازی را در کشور نیجیریه بین سالهای ۱۹۷۸ تا ۲۰۰۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش حاکی از روند صعودی و رشد در بعد از خصوصی سازی بر اساس نسبت های ROA, ROE در دوره تحت مطالعه می باشد (Akinlo & Salawu, 2005, 171-180).

در تحقیق دیگری نارایانا^۵ (۲۰۰۶)، اثر خصوصی سازی را در شاخص های مالی، اثر بر قیمت ها، تأثیر آن بر کیفیت خدمات، برابری و قابلیت تأمین خدمات مورد توجه قرار داده است و به تأثیر مثبت خصوصی سازی در شاخص های مالی (ایجاد بازار سرمایه)، قیمت و قابلیت تأمین خدمات اشاره می کند (Narayana, 2006, 46-70).

در تحقیق دیگری محمد عمران^۶ (۲۰۰۳)، به مطالعه در رابطه با خصوصی سازی پرداخت و اثر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای واگذار شده را مورد بررسی قرار داد تا مشخص شود چه نوع مالکیتی در دوره بعد از واگذاری بر روی عملکرد اثر مثبت دارد. وی اطلاعات مالی دو سال قبل و بعد از واگذاری شرکت ها را مورد تجزیه و تحلیل و بررسی قرار داد. متغیرهای مورد بررسی در تحقیق وی عبارتند از: نسبت های سودآوری (سود قبل از بهره و

1. Kocenda

2. Svejnar

3. Akinlo

4. Salawu

5. Narayana

6. Mohammad Omran

7. Cook

8. Guoha Jiang

تحقیقات داخلی

در زمینه خصوصی سازی در ایران تحقیقات بسیاری صورت گرفته است که هر یک از آنها از زاویه ای خاص به این موضوع نگریسته است، در اینجا بطور مختصر به برخی از آنها اشاره می شود:

علی افشاری در سال ۱۳۷۵، به بررسی تأثیر سیاست خصوصی سازی در برنامه اول توسعه پرداخته است. این تحقیق تغییرات عملکرد عملیاتی، به خصوص افزایش در فروش را مورد مطالعه قرار داده است. طول دوره تحقیق حداقل سالهای ۱۳۷۰-۱۳۶۹ بوده و عملکرد شرکت ها شامل تغییرات در نسبتهای نقدینگی و گردش داراییها در دو سال قبل و بعد از خصوصی سازی ارزیابی شده است. یافته های تحقیق حاکی از آن است که عملکرد عملیاتی شرکت های خصوصی شده بهبود یافته است اما این تغییرات چندان چشم گیر نبوده است. کوچک بودن دامنه تحقیق که تنها شامل ۸ شرکت و ۳ صنعت است را می توان یکی از نارسائیهای این تحقیق دانست (افشاری، ۱۳۷۵، ۲۵-۱۹).

در تحقیق دیگری محمد رضا سیلواری در سال ۱۳۷۹، رابطه بین نوع مالکیت و عملکرد مالی را بررسی نموده است. در این تحقیق یک نمونه مشتمل بر ۶۲ شرکت از بین ۶ صنعت (خودرو سازی، سرمایه گذاری مالی، کانی غیر فلزی، غذایی، شیمیایی و لاستیک و پلاستیک) انتخاب شده است. هدف این پژوهش آن است که مشخص نماید آیا تغییرات در درصد مالکیت، موجب بهبود شاخص های عملکرد مالی شده است یا خیر؟ در این راستا نسبتهای مالی سالهای ۷۷ و ۷۸ این شرکت ها مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه کلی بدست آمده حاکی از آن است که تغییرات در نسبت مالکیت (دولتی یا خصوصی) رابطه ای با تغییرات در نسبتهای مالی ندارد (سیلواری، ۱۳۷۹، ۵۴-۱۴).

در مطالعه دیگری محمد رضا الماسی در سال ۱۳۸۱، تأثیر خصوصی سازی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران را مورد بررسی قرار داده است. در این تحقیق با استفاده از سه نسبت مالی درآمد هر سهم^۱ (EPS)، ROA و ROE به بررسی عملکرد مالی پنج سال قبل و بعد از واگذاری ۴۲ شرکت که طی سالهای ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۸ به بخش خصوصی واگذار شده اند، پرداخته شده

است. شرکت های خصوصی شده در قالب صنایع مختلف و بگونه ای کلی ارزیابی شده اند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می دهد که پس از خصوصی سازی عملکرد مالی شرکت ها تغییر معنا داری نداشته است. لذا اجرای سیاست خصوصی سازی نتوانسته است به اهداف آن یعنی بهبود کارایی و بهره وری دست یابد. الماسی (۱۳۸۱، ۷۳-۱۶). اهداف می داند (الماسی، ۱۳۸۱، ۷۳-۱۶).

در تحقیق دیگری حسن قالیباف اصل در سال ۱۳۸۴، اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکتها را در بازار بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داده است. در این تحقیق با استفاده از اطلاعات مالی مربوط به ۱۸ شرکت که طی سالهای ۱۳۷۰ تا ۱۳۷۹ واگذار شده اند (حداقل ۵۱ درصد سهام از بخش دولتی به بخش خصوصی واگذار شده است)، عملکرد سه سال قبل و بعد از واگذاری مورد بررسی قرار گرفته است. به طور کلی نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد اگر چه عملکرد شرکت ها بعد از واگذاری بهبود یافته است اما از نظر آماری تفاوت معنی داری بین عملکرد شرکت ها قبل و بعد از واگذاری مشاهده نمی شود (قالیباف اصل، ۱۳۸۴، ۳۰-۲۵).

روش شناسی تحقیق

روش تحقیق

با توجه به موضوع مورد بررسی که در آن داده های گردآوری شده در رابطه با رویدادهایی است که در گذشته رخ داده است و متغیرهای وابسته، قبل و بعد از ورود متغیر مستقل، اندازه گیری و مطالعه می شود، مناسب ترین روش در این نوع تحقیقات، روش تحقیق پس رویدادی است که به آن روش علی-مقایسه ای نیز گفته می شود. قلمرو زمانی پژوهش حاضر یازده سال متوالی (۸۵-۱۳۷۵) را در بر می گیرد. جامعه آماری این پژوهش تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که مشمول واگذاری سهام دولتی به بخش خصوصی بوده و مجموعاً شامل ۲۹ شرکت می باشد. با توجه به اینکه در این پژوهش کلیه جامعه آماری مورد بررسی قرار

1. Earning Per Share

فرضیه های بخش دوم

فرضیه اصلی تحقیق

واگذاری سهام شرکت های دولتی (در سه سطح واگذاری) بر روی عملکرد مالی (سود آوری) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تفاوت معنا داری دارد.

فرضیه های فرعی تحقیق

فرضیه اول - میانگین بازده دارایی (ROA) در سه سطح واگذاری، تفاوت معناداری دارد.

فرضیه دوم - میانگین بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) در سه سطح واگذاری، تفاوت معناداری دارد.

فرضیه سوم - میانگین بازده فروش (ROS) در سه سطح واگذاری، تفاوت معناداری دارد.

تعریف عملیاتی متغیرها

۱- متغیر مستقل

متغیر مستقل تحقیق نوع مالکیت شرکت است که به دو نوع مالکیت دولتی و غیر دولتی تقسیم شده است که به تعریف هر یک از آنها می پردازیم:

الف- مالکیت دولتی

در این نوع مالکیت، دولت با واسطه یک سازمان دولتی یا یک شرکت دولتی دیگر مالک بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت می باشد. البته باید به این نکته توجه داشت که با اتکا به تبصره ذیل ماده ۴ قانون محاسبات عمومی، کلیه شرکت هایی که از محل سپرده مردم نزد بانک ها، بیمه و صندوق بازنشستگی تأسیس شوند، شرکت دولتی محسوب نمی شوند. از این رو کلیه شرکت های تحت پوشش بانک ها، بیمه و صندوق بازنشستگی بنا به این تعریف غیر دولتی هستند.

ب- مالکیت غیر دولتی

در این نوع مالکیت، اگر نهاد ها و سازمانهای شبه دولتی مانند سازمان تأمین اجتماعی، آستان قدس رضوی و افراد حقیقی و حقوقی خصوصی مالک بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت باشند، شرکت غیر دولتی محسوب می شود.

می گیرد (روش سرشماری)، لذا نمونه گیری مطرح نبوده و کلیه شرکتهای واجد شرایط مورد بررسی قرار می گیرد.

اهداف و فرضیه های تحقیق

هدف اساسی تحقیق حاضر ارزیابی تأثیر واگذاری سهام دولتی بر عملکرد مالی (سود آوری) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، در این راستا اهداف فرعی به قرار زیر است:

الف - شناسایی میانگین بازده دارایی (ROA)، بعد از واگذاری.

ب - شناسایی میانگین بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، بعد از واگذاری.

ج - شناسایی میانگین بازده فروش (ROS)، بعد از واگذاری.

برای دستیابی به این اهداف فرضیه های زیر که از دو بخش عمده تشکیل شده است، مطرح می شود:

فرضیه های بخش اول

فرضیه اصلی تحقیق

بعد از واگذاری سهام دولتی (بیش از ۵۰ درصد)، عملکرد مالی (سود آوری) شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یافته است.

فرضیه های فرعی تحقیق

فرضیه اول - بعد از واگذاری سهام دولتی (بیش از ۵۰ درصد)، میانگین بازده دارایی (ROA) شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یافته است.

فرضیه دوم - بعد از واگذاری سهام دولتی (بیش از ۵۰ درصد)، میانگین بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یافته است.

فرضیه سوم - بعد از واگذاری سهام دولتی (بیش از ۵۰ درصد)، میانگین بازده فروش (ROS) شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یافته است.

ج- بازده فروش (ROS)

بازده فروش (ROS) نیز یکی دیگر از نسبت‌های سودآوری است که هدف آن محاسبه و اندازه‌گیری میزان سودآوری حاصل از فروش است. این نسبت به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

سود قبل از بهره و مالیات

$$ROS = \frac{\text{سود قبل از بهره و مالیات}}{\text{مجموع فروش}}$$

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

جهت بررسی و ارزیابی تأثیر واگذاری سهام دولتی بر عملکرد مالی (سودآوری) شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران تجزیه و تحلیل داده‌ها در دو بخش انجام شده است. در بخش اول عملکرد سه سال قبل و سه سال بعد شرکت‌هایی که مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهام آنها به بخش غیر دولتی واگذار شده است در حد امکان مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. پس از دریافت و استخراج اطلاعات مربوط، با استفاده از نرم افزار SPSS و از طریق روشها و تکنیکهای آماری یعنی آزمون رتبه علامت دار ویلکاکسون (آمار استنباطی) و با استفاده از مدل رگرسیون خطی که در ذیل به آن پرداخته شده است به آزمون فرضیات با سطح اطمینان ۹۵ درصدی پردازیم. در بخش دوم برای آگاهی از تأثیر میزان سهام واگذاری بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌ها در سه سطح، بر اساس درصد سهام واگذاری و برای حداکثر سه سال مورد بررسی قرار می‌گیرند:

۲۰ ≤ درصد واگذاری	سطح اول:
۲۰ < درصد واگذاری ≤ ۵۰	سطح دوم:
۵۰ > درصد واگذاری	سطح سوم:

۲- متغیر های وابسته:

برای محاسبه عملکرد مالی شرکت‌ها در این تحقیق از سه شاخص مالی به عنوان نماینده اندازه‌گیری‌ها برای سودآوری شرکت‌ها انتخاب شده است که عبارتند از:

الف- بازده دارائی (ROA)

بازده دارائی (ROA) یکی از نسبت‌های سودآوری است که هدف کلی آن اندازه‌گیری میزان توفیق یا ناتوانی مؤسسه در استفاده از منابع مالی شرکت می‌باشد. هدف خاص محاسبه بازده دارایی اندازه‌گیری سودآوری کلی دارایی است. این نسبت به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

سود قبل از بهره و مالیات

$$ROA = \frac{\text{سود قبل از بهره و مالیات}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

ب- بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، مشخص می‌کند که به ازای یک واحد حقوق صاحبان سهام چه مقدار سود در طی یک سال حاصل شده است. در واقع ROE یک نسبت سودآوری برای شرکت را بیان می‌کند. این نسبت برای نشان دادن قدرت سودآوری شرکت نسبت به سرمایه دفتری سهامداران تهیه می‌گردد. این نسبت به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

سود سهام ممتاز - سود خالص

$$ROE = \frac{\text{سود سهام ممتاز - سود خالص}}{\text{مجموع حقوق صاحبان سهام}}$$

- صنعت (۹) - محصولات کاغذی.
- صنعت (۱۰) - وسایل نقلیه.
- صنعت (۱۱) - ساخت رادیو و تلویزیون.

Year: یک متغیر مجازی است که اگر اطلاعات مالی دوره قبل و بعد از واگذاری یکسان باشد ارزش یک و در غیر اینصورت ارزش صفر را خواهد گرفت.

Size: اندازه شرکت، که برابر لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های قبل از سال واگذاری است.

Age: عمر شرکت

S/D: نسبت سرمایه به مجموع دارایی‌های بعد از سال واگذاری است.

B/D: نسبت بدهی به مجموع دارایی‌های بعد از سال واگذاری است.

با رگرس کردن تغییرات معیارهای سودآوری یعنی DROA، DROE و DROS بر روی متغیرهای اندازه (Size)، نوع صنعت (Ind)، سال (Year)، عمر (Age)، نسبت سرمایه به دارایی (S/D) و نسبت بدهی به دارایی (B/D) و برآورد ضرایب رگرسیونی با استفاده از روش تخمین حداقل مربعات معمولی^۱ (OLS) و سپس آزمون معناداری آنها، تفاوت‌های ضرایب متغیرهای تأثیر گذار بر تغییرات سودآوری مورد بررسی قرار می‌گیرد. این روش دو مشکل عمده خود همبستگی^۲ اجزاء اخلاص و ناهمسانی واریانس^۳ جزء خطا را دارد. جزء اخلاص ممکن است خود همبستگی داشته باشد که باعث می‌شود آماره Durbin-Watson از سطح مطلوب عدد دو فاصله بگیرد. همچنین واریانس جزء خطا ممکن است در طول زمان ثابت نباشد، برای بررسی این امر از آزمون وایت^۴ استفاده می‌شود.

یافته‌های تحقیق (بخش اول)

برای آزمون فرضیات از آزمون رتبه علامت دارو بیلکاکسون یک طرفه استفاده شده است. این آزمون تحت فرض زیر بیان شده است.

پس از دریافت و استخراج اطلاعات مربوط، با استفاده از نرم افزار SPSS و از طریق روشها و تکنیکهای آماری یعنی آزمون فریدمن (آمار استنباطی) به آزمون فرضیات با سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌پردازیم.

برازش مدل رگرسیونی

به منظور بررسی متغیرهای تأثیر گذار بر عملکرد مالی (سودآوری) از مدل رگرسیونی تجربی زیر استفاده گردیده است.

$$DROA = \beta_0 + \beta_1 Ind_i + \beta_{12} Year + \beta_{13} Size + \beta_{14} Age + \beta_{15} S/D + \beta_{16} B/D + \varepsilon \quad i=1, \dots, 11$$

$$DROE = \beta_0 + \beta_1 Ind_i + \beta_{12} Year + \beta_{13} Size + \beta_{14} Age + \beta_{15} S/D + \beta_{16} B/D + \varepsilon \quad i=1, \dots, 11$$

$$DROS = \beta_0 + \beta_1 Ind_i + \beta_{12} Year + \beta_{13} Size + \beta_{14} Age + \beta_{15} S/D + \beta_{16} B/D + \varepsilon \quad i=1, \dots, 11$$

که در آن:

DROA: ROA بعد از واگذاری منهای ROA قبل از واگذاری است.

DROE: ROE بعد از واگذاری منهای ROE قبل از واگذاری است.

DROS: ROS بعد از واگذاری منهای ROS قبل از واگذاری است.

β_0 : ضریب ثابت رگرسیون است.

Ind_i و $i=1, \dots, 11$: نوع صنعت*، که یک متغیر مجازی است.

- صنعت (۱) - انتشار و چاپ و تکثیر.
- صنعت (۲) - محصولات شیمیایی.
- صنعت (۳) - فلزات اساسی.
- صنعت (۴) - ماشین آلات و تجهیزات.
- صنعت (۵) - تجهیزات حمل و نقل.
- صنعت (۶) - محصولات کانی غیر فلزی.
- صنعت (۷) - محصولات کانی فلزی.
- صنعت (۸) - محصولات غذایی

1. Ordinary Least Square

2. Autocorrelation

3. Heteroskedasticity

4. White Heteroskedasti

$(P\text{-Value} = 0.582)$ و مقایسه با مقدار بحرانی در سطح $\alpha = 0.05$ می توان استدلال کرد که داده های وابسته از توزیع نرمال برخوردارند.

جدول ۲. نتایج آزمون کلموگروف-اسمیرنوف (DROA)

		dROA
N		29
Normal Parameters)	Mean	-.0221420
	Std. Deviation	.11494056
Most Extreme Differences	Absolute	.144
	Positive	.080
	Negative	-.144
Kolmogorov-Smirnov Z		.777
Asymp. Sig. (2-tailed)		.582

ب- آزمون هم خطی داده ها

این آزمون برای بررسی هم خطی بین متغیرهای مستقل با فرض های آماری زیر انجام شده است:
 H_0 : داده های مستقل هم خطی دارند.
 H_1 : داده های مستقل هم خطی ندارند.
 بر اساس نتایج جدول ۳، با توجه به مقدار آماره آزمون (Sig) و مقایسه با مقدار بحرانی در سطح $\alpha = 0.05$ می توان استدلال کرد هیچ یک از متغیرهای مستقل هم خطی (همبستگی شدید) ندارند.

$$H_0: \mu_1 \geq \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 < \mu_2$$

جدول ۱ نتایج آزمون فرضیات در سطح $\alpha = 0.05$ را نشان می دهد.

همانطور که در جدول ۱ مشاهده می شود، مقدار P-Value برای فرضیه اول و دوم بیشتر از 0.05 می باشد بنابراین فرضیه H_0 با احتمال 95% درصد پذیرفته می شود. یعنی میانگین ROA و ROE شرکت ها بعد از واگذاری افزایش نیافته است اما مقدار P-Value برای فرضیه سوم کمتر از 0.05 می باشد بنابراین فرضیه H_0 با احتمال 95% درصد رد می شود. یعنی میانگین ROS شرکت ها بعد از واگذاری افزایش یافته است.

جدول ۱. نتایج آزمون فرضیات بخش اول

وضعیت فرض H_0	P-Value	Z	فرضیات تحقیق
قبول	۰/۴۱۷	-۰/۸۱۱	فرضیه اول
قبول	۰/۳۹۳	-۰/۸۵۴	فرضیه دوم
رد	۰/۰۲۳	-۲/۱۳۰	فرضیه سوم

برازش مدل رگرسیونی DROA

با توجه به اینکه از فروض ابتدایی روش حداقل مربعات معمولی نرمال بودن متغیر وابسته و همچنین عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل می باشد، بنابراین ابتدا این دو فرض را مورد آزمون قرار می دهیم.

الف - آزمون کلموگروف-اسمیرنوف

این آزمون برای بررسی توزیع نرمال داده ها با فرض های آماری زیر انجام شده است:
 H_0 : داده ها از توزیع نرمال برخوردارند.
 H_1 : داده ها از توزیع نرمال برخوردار نیستند.
 جهت آزمون فرضیات فوق از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف بهره می بریم. نتایج بدست آمده در جدول ۲ نشان می دهد با توجه به مقدار آماره آزمون

غیر فلزی دارای تأثیر منفی بر DROA می باشد. برآورد مدل به قرار زیر است:

$$\text{DROA} = -.290 + .023 \text{ Size} + .137 \text{ Ind}_8 - .230 \text{ Ind}_6$$

آزمون وایت

این آزمون برای بررسی ناهمسانی واریانس جزء خطا با فرض های آماری زیر انجام شده است:

جزء خطا دارای همسانی واریانس است : H_0

جزء خطا دارای ناهمسانی واریانس است : H_1

نتایج آزمون فوق با استفاده از نرم افزار Eviews انجام گردیده است. نتایج بدست آمده در جدول ۵ منعکس گردیده است.

جدول ۵. نتایج آزمون وایت در مدل رگرسیونی DROA

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	19.6575	Probability	0.4559
-------------	---------	-------------	--------

نتایج حاصل از آزمون نشان می دهد که با توجه به مقدار آماره آزمون $F = 19/6575$ و سطح معنی داری $0/4559$ و مقایسه این سطح معنی داری با $\alpha = 0/05$ فرض H_0 پذیرفته می شود. بنابراین فرض ناهمسانی واریانس رد می شود.

برازش مدل رگرسیونی DROE و DROS

به شیوه مشابه، معادلات رگرسیون برای DROE و DROS برآورد شد. نتایج این عملیات در جدول ۶ قابل مشاهده است.

جدول ۳. نتایج آزمون بررسی همبستگی بین متغیر های مستقل

		Age	Size	S..D	B..D
Age	Pearson Correlation	1	-.076	-.064	-.086
	Sig. (2-tailed)		.697	.741	.656
Size	Pearson Correlation	-.076	1	-.136	-.183
	Sig. (2-tailed)	.697		.482	.343
S..D	Pearson Correlation	-.064	-.136	1	-.155
	Sig. (2-tailed)	.741	.482		.422
B..D	Pearson Correlation	-.086	-.183	-.155	1
	Sig. (2-tailed)	.656	.343	.422	

برآورد مدل رگرسیونی DROA

برای این منظور از طریق نرم افزار spss و با استفاده از روش stepwise (گام به گام) اقدام به برآورد ضرایب می کنیم. نتایج بدست آمده در جدول ۴ منعکس گردیده است.

جدول ۴. نتایج برآورد ضرایب مدل رگرسیونی DROA

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Durbin-Watson	
	B	Std. Error	Beta				
3	(Constant)	-.290	.128		-2.260	.033	1.901
	Size	.023	.010	.347	2.363	.026	
	Ind8	.137	.048	.419	2.853	.009	
	Ind6	-.230	.086	-.371	-2.663	.013	
F=9.093		Sig.=.000		R Square=.522 Adjusted R Square=.464			

آماره D.W دارای مقداری نزدیک به دو است بنابراین جزء اخلاص دارای خود همبستگی نیست. مع الوصف مدل رگرسیون چندگانه که در زیر آمده است نشان می دهد که اندازه شرکت و صنعت هشتم یعنی محصولات غذایی دارای تأثیر مثبت و صنعت ششم یعنی محصولات کانی

جدول ۶. نتایج برازش مدل رگرسیونی DROE و DROS

معادلات رگرسیون	White Test	K-S Test	D.W	R ²
	Sig	Sig		
DROE = -.128 + .860 Ind ₄	0.2371	0.078	2.095	0.137
DROS = -.365 + .406 Ind ₆ + .026 Size	0.3191	0.389	2.169	0.599

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیات بخش دوم

وضعیت فرض H ₀	P-Value	Chi-Square	فرضیات تحقیق
قبول	۰/۸۱۴	۰/۴۱۳	فرضیه اول
قبول	۰/۵۰۵	۱/۳۶۵	فرضیه دوم
قبول	۰/۸۹۵	۰/۲۲۲	فرضیه سوم

تحلیل یافته ها (بخش اول)

الف- نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه اول نشان می دهد که بعد از واگذاری، میانگین بازده دارایی (ROA) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش نیافته است.

تحلیل رگرسیونی نیز حاکی از تأثیر مثبت اندازه شرکت و صنعت هشتم یعنی محصولات غذایی و تأثیر منفی صنعت ششم یعنی محصولات کانی غیر فلزی بر تغییرات سودآوری (DROA) است. این بدان معنی است که (با توجه به ضرایب متغیرها) عوامل مؤثر بر ROA به نتایج آزمون فرضیه دوم، خللی وارد نکرده است.

ب- نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه دوم نشان می دهد که بعد از واگذاری، میانگین بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش نیافته است.

آماره D.W در DROE و DROS دارای مقادری نزدیک به دو است بنابراین جزء اخلال دارای خود همبستگی نیست.

با توجه به سطح معناداری آزمون کلموگروف- اسمیرنوف در DROE و DROS، داده های وابسته از توزیع نرمال برخوردارند. در نهایت نتایج آزمون وایت در DROE و DROS نشان می دهد مشکل ناهمسانی واریانس نیز وجود ندارد.

یافته های تحقیق (بخش دوم)

برای آزمون فرضیات از آزمون فریدمن استفاده شده است. این آزمون تحت فرض زیر بیان شده است.

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \mu_3$$

جدول ۷ نتایج آزمون فرضیات در سطح $\alpha = 0/05$ را نشان می دهد.

همانطور که در جدول ۷ مشاهده می شود، مقدار P-Value برای فرضیه های اول، دوم و سوم بیشتر از $\alpha = 0/05$

می باشد بنابراین فرضیه H₀ با احتمال ۹۵ درصد پذیرفته می شود. یعنی میانگین ROA، ROE و ROS شرکت ها در سه سطح واگذاری تفاوت معناداری ندارد.

مشاهده می‌شود که این شرایط تنها برای معیار بازده فروش (ROS) فراهم است.

با این توصیف همانطور که در تحلیل یافته‌ها (بخش اول) ملاحظه گردید بازده فروش شرکت‌های دولتی که بیش از ۵۰ درصد سهام آنها به بخش خصوصی واگذار شده است در مقایسه با قبل از آن افزایش یافته است.

بنابراین می‌توان به این نتیجه رسید که واگذاری سهام (بیش از ۵۰ درصد) شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی دارای تأثیر مثبت بر عملکرد مالی (سودآوری) آنها می‌باشد.

این نتیجه با نتایج تحقیق نرجس بوباکری و ژان کلود کاست (۱۹۹۴)، ویلیام مگینسون و همکاران (۱۹۹۶)، باربریز و همکاران (۱۹۹۶)، توبینزکیوایرل (۱۹۹۸) کلود لورین و وس بوژ (۱۹۹۹)، برناردو بورتولوتی و همکاران (۲۰۰۰)، رامامورتی (۲۰۰۰)، محمد عمران (۲۰۰۳)، آکینلو و سالوو (۲۰۰۵) نارایانا (۲۰۰۶)، کوک و همکاران (۲۰۰۶) و جو جیانگ، هنگ یو و لنگ کای زو (۲۰۰۶) مطابقت دارد.

از طرفی با توجه به تحلیل یافته‌ها (بخش دوم) می‌توان به این نتیجه رسید که واگذاری سهام شرکت‌های دولتی (در سه سطح واگذاری) بر روی عملکرد مالی (سودآوری) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تفاوت معناداری ندارد.

این نتیجه با نتایج تحقیق نرجس بوباکری و ژان کلود کاست (۱۹۹۴)، ویلیام مگینسون و همکاران (۱۹۹۶)، باربریز و همکاران (۱۹۹۶)، توبینزکیوایرل (۱۹۹۸) کلود لورین و وس بوژ (۱۹۹۹)، برناردو بورتولوتی و همکاران (۲۰۰۰)، رامامورتی (۲۰۰۰)، محمد عمران (۲۰۰۳)، آکینلو و سالوو (۲۰۰۵) نارایانا (۲۰۰۶)، کوک و همکاران (۲۰۰۶) و جو جیانگ، هنگ یو و لنگ کای زو (۲۰۰۶) مطابقت ندارد.

تحلیل رگرسیونی نیز حاکی از تأثیر مثبت صنعت چهارم یعنی ماشین‌آلات و تجهیزات بر تغییرات سودآوری (DROE) است. این بدان معنی است که با توجه به ضرایب متغیرها عوامل مؤثر بر ROE به نتایج آزمون فرضیه دوم، خللی وارد نکرده است.

ج- نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که بعد از واگذاری، میانگین بازده فروش (ROS) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یافته است. تحلیل رگرسیونی نیز حاکی از تأثیر مثبت اندازه و تأثیر منفی صنعت ششم یعنی محصولات کانی غیر فلزی بر تغییرات سودآوری (DRoS) است. این بدان معنی است که با توجه به ضرایب متغیرها عوامل مؤثر بر ROS به نتایج آزمون فرضیه سوم، خللی وارد نکرده است.

تحلیل یافته‌ها (بخش دوم)

الف- نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که میانگین بازده دارایی (ROA) در سه سطح واگذاری، تفاوت معناداری ندارد.

ب- نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که میانگین بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) در سه سطح واگذاری، تفاوت معناداری ندارد.

ج- نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که میانگین بازده فروش (ROS) در سه سطح واگذاری، تفاوت معناداری ندارد.

نتیجه‌گیری و بحث

با توجه به موارد فوق، نتیجه‌گیری صریح در مورد تأثیر واگذاری سهام دولتی بر عملکرد مالی (سودآوری) شرکت‌ها با مشکل روبه‌رو است. برای رفع این مشکل ناچار به مبنا قراردادن یکی از معیارهای سودآوری یعنی ROA، ROE یا ROS به عنوان اساس نتیجه‌گیری این پژوهش هستیم. برای این منظور به لحاظ آماری، متغیری به عنوان یک معیار مناسب تعبیر می‌شود که به متغیرهای مستقل کمتری وابسته باشد و در عین حال دارای ضریب تعیین بالاتری باشد. بنابراین با اندکی تأمل بر معادلات رگرسیونی

منابع و مأخذ :

۱. افشاری، علی. "بررسی کارایی شرکت های تولیدی خصوصی شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران، ۱۳۷۵.
 ۲. سیلواری، محمد رضا. "بررسی نوع مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران، ۱۳۷۹.
 ۳. الماسی، محمدرضا. "بررسی تأثیر خصوصی سازی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز، ۱۳۸۱.
 ۴. قالیباف اصل، حسن؛ نجبردرگاه، فائزه. "بررسی اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت ها (تجربه خصوصی سازی در ایران)". تحقیقات مالی، شماره ۱۹، بهار - تابستان ۱۳۸۴.
5. Apergis Nicholas, (2000), "Public and Private Investment In Greece: Complimentary or Substitute goods", bulletin of economic research, pp.225-234.
 6. Barberies, N. Boycho, M. Shleifer, A and Tsukanova, N, (1996), " How Does Privatization Work ? Evidence from Russian shops", Journal of Political Economy.
 7. Bernardo Bortolotti Juliet D Souza, Marcella Fantini and William L. Magginson, (2000), "Sources of performance Improvement In privatized firms". www.urban.org.
 8. Cook, paul, Uchida and yuichiro, (2006), "Privatization and economic growth in developing countries", journal of Development Studies, Vol.44, N.6.
 9. Earle, J, S, (1998), "Post-Privatization Ownership Structure and Productivity in Russian Industrial Enterprises "Site Working Paper, No 127. Stockholm School of Economics.
 10. Jiang, Guohua, Yue, Heng, and Zhao Longkai. (2006), "A Re-examination of China's Share Issue Privatization: Does It Not Improve SOE Profitability?". www.ssrn.com.
 11. Kocenda, E. Svejnar, J. (2002), "The Effect of Ownership form and Concentration on Firm Performance after Larg-Scale Privatization ", William Davidson Institute Working Paper, No 471.
 12. Narayana, M. R. (2006), "Privatization Policies Post Privatization Control Devices In India: s Higher Education: Evidence From a Regional Study and Implications for Developing Countries", journal of Studies International Education, Vol.10, N.1. pp.46-70.
 13. Narjess Bobakari and Jean Cloud Cosset, (1994), "Public Policy for the private sector. privatization in Developing countries. November 1998. An Analysis of the performance of Newly Privatized Firm, Note No 156". www.worldbank.org.
 14. Omran, M, (2003), "performance consequences of privatizing Egyotion state-owned enterprises :The Effect post-privatization ownership structure on firm Performance", Arab Academy for science & Technology, Egept.
 15. Pomeranz, Felix, (1996), "Privatization: audit opportunity", Managerial Auditing Journal, Vol.11, pp.31-35
 16. Ramamurti, R, (2000), "A multivariate model of privatization emerging economies", Academy of management Review 25. pp.525-550.
 17. R. O. Salawu, and O. O. Akinlo, (2005), "Privatization and Efficiency: Evaluation of Corporate Performance", Kamala-Raj. J. Soc. Sci, no 10, pp.171-180.
 18. William L. Magginson, Robert C. Nash, and Matthius Van Randenborgh, (1996) "the privatization Dividend : A World Wide Analysis of the financial and operating performance of Newly Privatized firms, Note No 68". www.worldbank.org.