

Effects of Privatization of Iranian Listed Corporates on their Functions and Performance

Habibollah Taherpour¹ Assistant Professor, Department of Management, Institute for Management and Planning Studies, Tehran, Iran, (Author Corresponding).

Abdolhamid Modares² Associate Professor, Department of Management, Faculty of management and Economics, Sharif Industrial University, Tehran, Iran.

Reza Alaie Koljahi³ Ph. D. Student of Public Policy Making, Institute for Management and Planning Studies, Tehran, Iran.

Abstract

Development of the private sector, running businesses by private sector enterprises and privatization of state-owned enterprises are a dominant approach in most countries. Ample empirical evidence has strongly supported the effectiveness of this approach. In Iran, 39 state-owned companies, whose market value is about 60% of the total value of the country's stock market, joined the stock market between 2001 and 2015. There were two major objectives behind this move: improving the performance and functions of business enterprises. This paper attempts to identify and analyze the those factors which help privatization to affect the performance and functions of listed firms in Iran's stock market. Findings indicate that privatization is effective in promoting nominal performance and nominal functions of firms, but it cannot lead to the development of their actual performance and business functions. Besides, findings show that the formation of corporate governance, dominant shareholder's status after privatization, the way management controls the quality, and the way privatization affects performance and functional changes of firms each plays a role.

Keywords: Privatization, Performance and Functions of Corporates, Profitability, Investment, Stock Market.

1. habtaherk@imps.ac.ir

2. modares@sharif.edu

3. r.alaie@imps.ac.ir

عنوان مقاله: تأثیر خصوصی سازی بر تغییرهای عملکرد و کارکرد شرکت‌های عرضه شده در بازار سرمایه

ایران

حبیب‌الله طاهر پور^۱ - عبدالحمید مدرس^۲ - رضا
علایی کلجاهی^۳

مقاله پژوهشی

دریافت: ۱۳۹۷/۰۲/۲۵

پذیرش: ۱۳۹۷/۱۱/۰۸

چکیده:

توسعه بخش خصوصی، اداره بنگاه‌های اقتصادی توسط بخش خصوصی، و خصوصی سازی بنگاه‌های دولتی یک رویکرد غالب در بیش تر کشورهای جهان است که اثربخشی آن با شواهد تجربی بسیار حمایت می‌شود. در ایران، در فاصله سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۸۰، ۳۹ شرکت دولتی که ارزش بازار آن‌ها بالغ بر شصت درصد ارزش کل بازار سرمایه ایران است، با دو هدف عمده ارتقای عملکرد بنگاه‌های اقتصادی و توسعه کارکردهای آن‌ها در بازار سرمایه عرضه می‌شوند. پس از ده سال از اعمال این سیاست و در شرایط دارایی‌های بسیار در اختیار دولت، پاسخ به این پرسش که آیا خصوصی سازی به ارتقای عملکرد و کارکرد بنگاه‌های خصوصی شده منجر می‌شود، می‌تواند راهگشای اصلاحات سیاستی آتی باشد. این پژوهش در پی پاسخ به این پرسش و شناسایی و تحلیل نقش عوامل موثر بر رابطه خصوصی سازی بر عملکرد و کارکرد بنگاه‌های عرضه شده در بازار سرمایه ایران است. یافته‌ها حاکی از آن است که خصوصی سازی در ارتقای عملکرد و کارکرد اسمی بنگاه‌ها موثر است، ولی به توسعه عملکرد و کارکردهای حقیقی بنگاه‌ها منجر نمی‌شود. شکل‌گیری حاکمیت شرکتی، ماهیت سهامدار غالب پس از خصوصی سازی، نوع کنترل مدیریت بر کیفیت، و جهت تأثیر خصوصی سازی بر تغییرهای عملکرد و کارکرد بنگاه‌ها موثر است.

کلیدواژه‌ها: خصوصی سازی، عملکرد و کارکرد بنگاه‌ها، سودآوری، سرمایه گذاری، بازار سرمایه.

۱. استادیار گروه مدیریت موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی (نویسنده مسئول).

habtaherk@imps.ac.ir

modares@sharif.edu

۲. دانشیار دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه صنعتی شریف.

۳. دانشجوی دکتری سیاستگذاری بخش عمومی، موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی.

r.alai@imps.ac.ir

از سال‌های اولیه دهه ۱۹۸۰ با اثبات کارایی بالاتر اقتصاد آمریکای شمالی و ظهور رقبای نوظهور ژاپنی، و در پاسخ به این که ریشه این کارایی بالاتر در چیست، به‌طور عمومی اجماعی مبنی بر کارایی بهتر بنگاه‌هایی با مالکیت خصوصی شکل گرفت. چنین تفسیری هرچند کامل نبود، اما به‌طور عمومی پذیرفته شد و مبنای عمل سیاست‌گذاران را در سه دهه بعدی شکل داد. عملکردها در آینده نشان می‌دهد که این رویکرد جدید دور از واقع نیست. در ایران، پیرو سیاست‌های مصوب برنامه سوم توسعه، خصوصی‌سازی در دستور کار کشور قرار می‌گیرد. اما پیش‌زمینه‌های لازم برای انجام فرایند کامل خصوصی‌سازی فراهم نیست، و خصوصی‌سازی بسیار کند تا سال ۱۳۸۴ ادامه می‌یابد. پس از تغییر دولت و در طول چهار سال بعدی، بخش بزرگی از صنایع بزرگ دولتی به بخش غیردولتی (بیش‌تر بخش عمومی مانند صندوق‌های بازنشستگی، بنیادها، و شرکت‌های تجاری متعلق به بخش نظامی) واگذار می‌شود، بدون آن که ترتیب و توالی فرایند خصوصی‌سازی به‌درستی رعایت شود. در این دوره، حدود ۳۹ بنگاه دولتی مطابق الزام‌های قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ در بازار سرمایه کشور عرضه می‌شود. جمع ارزش روز این شرکت‌ها در پنج ماهه اول سال ۱۳۹۴ بالغ بر ۲۱۶۲ میلیارد ریال است که این مبلغ بالغ بر شصت درصد ارزش بازار کل سهام پذیرفته‌شده در بازار سرمایه کشور است. ۲۳ شرکت به صورت مستقیم توسط دولت یا بخش عمومی، و ۱۶ شرکت توسط شرکت‌های متعلق به شرکت‌های عرضه‌شده دولتی به بازار سرمایه عرضه می‌شوند.

پس از یک دهه از آغاز واگذاری‌های عمده، این پرسش که آیا این سیاست اثر مثبتی دارد و هزینه و فایده تبعات آن چیست، مورد توجه قرار می‌گیرد. آنچنان‌که در بیانیه‌های رسمی اعلام می‌شود، انتظار می‌رود واگذاری‌ها به بهبود کارکرد و خدمات شرکت‌ها به آحاد جامعه و عملکرد اقتصادی بهتر آن‌ها منجر شود. در این بیانیه‌ها، ارتقای سودآوری و سرمایه‌گذاری جدید و توسعه خدمات بنگاه‌ها توأمان به عنوان هدف عنوان می‌شود. در حالی که هنوز بخش بزرگی از دارایی‌های دولتی، به‌ویژه در حوزه خدمات عمومی مانند تسهیلات آب و برق و گاز و حمل‌ونقل عمومی، در اختیار دولت است و از طرف دیگر، الزام به خصوصی‌سازی به دلیل فقدان منابع برای توسعه در بخش دولتی و به‌احتمال کارایی بهتر بخش خصوصی در اداره بهتر دارایی‌ها همچنان باقی

است. اهمیت این ارزیابی و اصلاحات سیاستی متعاقب آن در سیاست و روش‌های اجرایی پیشین دوچندان است. بنابراین، هدف این پژوهش ارزیابی تاثیر خصوصی‌سازی بر تغییرهای عملکرد و کارکرد شرکت‌های خصوصی‌شده، بررسی نقش عوامل موثر بر کیفیت و جهت این تاثیر، و ارائه خط راهنمایی برای اصلاحات سیاستی آتی است.

مبانی نظری پژوهش

ادبیات موضوع خصوصی‌سازی آکنده از استدلال‌های له یا علیه منافع خصوصی‌سازی است. مطالعه شواهد تجربی بین‌کشوری، سری‌های زمانی، و مطالعه‌های موردی نتایج مختلفی از منافع و زیان ایجادشده نشان می‌دهد. در حالی که سیاست‌های خصوصی‌سازی با اهداف سیاستی گوناگونی در کشورهای مختلف اجرا می‌شود، بجاست پرسش شود که آیا این سیاست‌ها مفید و موثرند؟ بدیهی است که ارزیابی لزوماً نسبت به هدفی ممکن است که سیاست به منظور برآوردن آن اجرا می‌شود. اکنون شواهد تجربی مناسبی برای پاسخ به پرسش‌های مطرح‌شده در مورد مفید بودن خصوصی‌سازی وجود دارد.

بخش بزرگی از توجیهات برنامه‌های خصوصی‌سازی اشاره می‌کند که این برنامه‌ها می‌تواند کارایی (عملکرد) بنگاه‌ها و اثربخشی یا مقدار برون‌داد بنگاه‌ها (کارکرد) را افزایش دهد. بارها پژوهشگران حوزه سیاست اثرگذاری عوامل زمینه‌ای درون و برون بنگاهی را خاطر نشان می‌کنند. پس ضروری است به منظور طراحی بهتر سیاست برای اطمینان بیش‌تر از تحقق اهداف اصلی اشاره‌شده، سازوکار اثرگذاری خصوصی‌سازی بر کارکرد و عملکرد بنگاه با دقت بررسی شود. بهبود حاکمیت شرکتی، مهم‌ترین سازوکاری است که با خصوصی‌سازی روان‌تر عمل می‌کند و باعث تقویت آثار مثبت مورد نظر از خصوصی‌سازی می‌شود. بحران آسیایی ۱۹۹۷ و بحران شرکت‌های آمریکایی در سال‌های ۲۰۰۱ و ۲۰۰۲ که با افول انرون^۱ و وردکام^۲ آغاز می‌شود و به سایر شرکت‌های لیست‌شده سرایت می‌کند، حاکمیت شرکتی را به صدر توجهات مدیران و سیاستگذاران می‌کشاند. فریدمن و همکاران^۳ (۱۹۹۹)، در راستای همین دیدگاه استدلال می‌کنند که خصوصی‌سازی باید به تغییر مدیریت و روش‌های اداره بنگاه منجر شود. آن‌ها بیان می‌کنند که تاثیر خصوصی‌سازی بر عملکرد شرکت‌ها به‌طور غیرمستقیم و از طریق بهتر کردن حاکمیت شرکتی است و این حاکمیت شرکتی بهتر است که می‌تواند عملکرد بنگاه را ارتقا دهد، نه صرف

1. Enron
2. Worldcom
3. Frydman *et al.*

انتقال مالکیت از بخش دولتی به بخش غیردولتی. خصوصی‌سازی به غیر از بهبود حاکمیت شرکتی به روش‌های زیر می‌تواند به بهبود عملکرد و توسعه کارکردهای شرکت‌ها منجر شود: جذب سرمایه‌گذاری جدید و نوسازی بنگاه، تجاری‌سازی و تفکیک اهداف تجاری و غیرتجاری، بهبود روش‌های مدیریت و ارتقای کارایی سازمانی، و بکارگیری منابع انسانی با کیفیت بالاتر و انگیزش موثرتر آن‌ها.

نسبت دادن تغییرها در کارکردها و عملکردهای یک بنگاه در سال‌های قبل و بعد از خصوصی‌سازی به صرف امر انتقال مالکیت از بخش دولتی به بخش خصوصی، به هیچ روی نمی‌تواند قابل دفاع باشد، مگر آن‌که عوامل زمینه‌ای اثرگذار بر فضای کسب‌وکار بازشناسی و اثر آن بر تغییر کارکردها و عملکرد شرکت‌ها سنجیده شود. استفاده از داده‌های تعدیل‌شده با تورم عمومی کمک بزرگی به خارج ساختن اثر تغییر ارزش واقعی واحد پولی از اعداد حسابداری می‌نماید، اما همچنان محتمل است برخی مولفه‌های خارج از بنگاه و عامل فضای کسب‌وکار با تغییرهای حقیقی مواجه شوند که حتی بدون تغییر مالکیت، به تغییرهای مشاهده‌شده در کارکرد و عملکرد بنگاه منجر شود. عوامل موثر بر موفقیت خصوصی‌سازی ناظر بر عوامل زمینه‌ای موثر بر ماهیت و جهت تاثیر خصوصی‌سازی بر عملکرد و کارکرد بنگاه‌ها قبل و بعد از خصوصی‌سازی است. بیش‌ترین تاکید در پژوهش‌ها بر مداخله عواملی است که بر تاثیر خصوصی‌سازی بر کارکرد و عملکرد موثر است، مانند نوع نهاد واگذارنده، شکل‌گیری حاکمیت شرکتی، ماهیت سهامدار غالب، برون‌گرایی، کنترل مدیریت، ماهیت صنعت، رشته فعالیت صنعتی و حوزه کسب‌وکار، ساختار بازار، زمان واگذاری، و توجه به الزام‌های خصوصی‌سازی (Parker, 1997; Cavaliere, 2003; Frydman *et al.*, 1999; D'souza & Megginson, 1999; Verbrugge *et al.*, 1998).

سنجش کارکرد و عملکرد شرکت‌ها

توسعه کارکردهای بنگاه از طریق توسعه سرمایه‌گذاری به‌دست می‌آید و سرمایه‌گذاری جدید مهم‌ترین نشانه‌ای است که بر توسعه کارکردهای بنگاه دلالت دارد. انتظار می‌رود که پس از خصوصی‌سازی بنگاه‌ها به واسطه افزایش انگیزه برای رشد و دسترسی بهتر به بازارهای مالی چه به صورت بدهی و چه به صورت آورده سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهند (Megginson *et al.*, 1994). از این‌رو، ارزیابی این‌که سرمایه‌گذاری در بنگاه پس از خصوصی‌سازی تا چه اندازه رشد دارد، یکی از مهم‌ترین شاخص‌های ارزیابی موفقیت سیاست خصوصی‌سازی است. این شاخص مقدار تحقق یکی از مهم‌ترین اهداف خصوصی‌سازی یعنی توسعه کارکردهای بنگاه‌های

خصوصی‌شده را ارزیابی می‌کند و به‌طور همزمان قضاوت روشنی از اثر سیاست خصوصی‌سازی ارائه می‌دهد. از دیگر سوی، ارزیابی عملکرد بنگاه‌های خصوصی‌شده با معیارهای مختلف ممکن است (Verbrugge et al., 1999; Boubakri & Cosset, 1998; D'Souza & Megginson, 1999). آنچه مد نظر این پژوهش است، ارزیابی تأثیر سیاست روی متغیرهایی است که برای سیاستگذار اهمیت دارد، پس شاخص‌های مد نظر، عملکرد نهایی بنگاه را از منظر بیرونی می‌سنجند. بنابراین، توجه و تمرکز روی شاخص‌هایی مانند مقایر مطلق سود ایجادشده، بازده سرمایه، و بازده دارایی‌هاست. انتظار می‌رود که با خصوصی‌سازی، عملکرد بنگاه ارتقا یابد و سودآوری بنگاه‌ها زیاد شود. همچنین، از سنجش سودآوری به عنوان نشانگری برای سنجش اثر خصوصی‌سازی استفاده می‌شود، ولی در این خصوص باید توجه شود که: اثر تورم در شکل‌دهی به ارقام حساب‌های مندرج در گزارش‌های رسمی حسابداری در فاصله زمانی ارزیابی شاخص قبل و بعد از خصوصی‌سازی باید خنثی شود؛ سود خالص شامل سود ناشی از فروش دارایی یا سایر درآمدهای غیرعملیاتی است که برای یک یا چند سال محدود استمرار دارد، پس باید از سود عملیاتی برای سنجش استفاده شود؛ و سهامدار جدید با دستکاری در رویه‌های حسابداری، مایل باشد مقدار واقعی سود را بیش‌تر یا کم‌تر نشان دهد. برای دسترسی به یک شاخص سودآوری معتبر و نشانگر ارتقای عملکرد بنگاه، باید مجموع خالص درآمد و هزینه‌های غیرعملیاتی را از عملکرد بنگاه مستثنا کرد. همچنین، بنگاه ممکن است با استفاده از افزایش اهرم مالی که مستلزم پذیرش ریسک بالاتری برای سهامداران است، اقدام به توسعه دارایی‌ها و سود نماید، پس مفید است که شاخص سنجش عملکرد دوباره با کسر هزینه‌های مالی پرداختی محاسبه شود و مورد سنجش قرار گیرد. به منظور حذف آثار تورم و اثر قیمت اسمی، در همه محاسبه‌ها از داده‌های تعدیل‌شده بر مبنای سری زمانی شاخص قیمت منتشرشده بانک مرکزی ایران استفاده می‌شود تا اعداد سال‌های مختلف قیاس‌پذیر باشند. همچنین، ممکن است بنگاه‌ها به هر دلیلی نوسان‌های قابل‌ملاحظه‌ای در سال‌های مختلف داشته باشند، برای حذف این نوسان‌ها، از میانگین شاخص‌های محاسبه‌شده برای یک تا سه سال قبل و بعد از خصوصی‌سازی هر بنگاهی (بسته به وجود اطلاعات) استفاده می‌شود. در بخش مرور مطالعات مشابه داخلی و خارجی، همراه با سایر مشخصات پژوهش‌های صورت‌گرفته، معیارهای مورد استفاده سایر پژوهش‌ها به تفصیل گزارش می‌شود.

بیش‌تر پژوهش‌های صورت‌گرفته در خارج از کشور به دهه ۱۹۹۰ و سال‌های اولیه قرن ۲۱ برمی‌گردد که ناشی از اهمیت موضوع برای کشورهای توسعه‌یافته و گاه درحال توسعه در آن مقطع تاریخی است. در حالی که با گذار این کشورها از این دوره گذار، اینک موضوع برای کشور ایران و

کشورهای مشابه آن اهمیت یافته است. در این بخش، پژوهش‌های مهمی که به طور مستقیم به ارزیابی تاثیر سیاست خصوصی بر کارکرد و عملکرد شرکت‌ها می‌پردازند، گزارش می‌شود. بوردمن و وینینگ^۱ (۱۹۸۹)، ۵۰۰ مورد از بزرگ‌ترین شرکت‌های غیرآمریکایی را در سال ۱۹۸۳ با استفاده از چهار نسبت سودآوری مورد بررسی قرار می‌دهند و سودآوری میانگین گروه شرکت‌هایی با مالکیت دولتی، مختلط، و خصوصی را با هم مقایسه و آزمون می‌کنند. پینتو و همکاران^۲ (۱۹۹۳)، تجدید ساختار یک‌بارۀ لهستان معروف به انفجار بزرگ را در سال ۱۹۹۰ مورد بررسی قرار می‌دهند و نتیجه می‌گیرند بهبود بسیار مثبت عملکرد شرکت‌ها به خاطر تحول سیاست‌های کلان اقتصادی مانند بودجه انقباضی و اصلاحات بانکی است، نه خصوصی‌سازی گسترده در صنایع مختلف لهستان. تاکید این پژوهش بر نقش عوامل زمینه‌ای و نه لزوماً انتقال مالکیت است. ماجومدار^۳ (۱۹۹۸)، در بازه ۱۹۷۳-۱۹۸۹ شاخص کل بهره‌وری را بر اساس مولفه‌های مختلف مالی، اقتصادی، و عملیاتی تعریف می‌کند و در مورد گروه شرکت‌هایی با مالکیت مختلف در بازار سهام هند نتیجه می‌گیرد که شرکت‌هایی با مالکیت خصوصی نسبت به شرکت‌هایی با مالکیت دولتی و مختلط کارایی بالاتری دارند و بر مبنای یافته‌های خود از نقش مالکیت خصوصی در بهره‌وری کل بالاتر حمایت می‌کند. تیان^۴ (۲۰۰۰)، رابطه بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت‌های فعال در بازار بورس چین را بررسی می‌کند. پارکر (۱۹۹۷)، عملکرد یازده شرکت خصوصی‌شده را در پروژه خصوصی‌سازی انگلستان در سال‌های ۱۹۸۱-۱۹۸۸ بررسی می‌کند. پترازینی و کلارک^۵ (۱۹۹۶)، تاثیر آزادسازی و خصوصی‌سازی را بر کارکرد و عملکرد شرکت‌های مخابراتی بررسی می‌کنند. مگینسون و همکاران (۱۹۹۴)، با بررسی میانگین‌های سه‌ساله نسبت‌های مالی و عملیاتی قبل و بعد از خصوصی‌سازی برای ۶۱ شرکت در ۳۲ صنعت و ۱۸ کشور از سال ۱۹۶۱-۱۹۸۹، فروش و سرمایه‌گذاری را نشانگر کارکرد شرکت، و نسب‌های سودآوری و کارایی را نشانگر عملکرد شرکت قلمداد می‌کنند. مک‌کوریا و زوریتا^۶ (۱۹۹۶)، در کاری با عنوان مقایسه عملکرد ۲۲ شرکت قبل و بعد از خصوصی‌سازی در شیلی بین سال‌های ۱۹۸۴-۱۹۸۹، ۲۲ شرکت بزرگ خصوصی‌سازی‌شده را در شیلی بررسی می‌کنند. آن‌ها به دلیل وجود تورم بالا در شیلی مجبور می‌شوند از داده‌های تعدیل‌شده استفاده کنند. وربروک

1. Boardman & Vining
2. Pinto *et al.*
3. Majumdar
4. Tian
5. Petrazzini & Clark
6. Macqueira & Zurita

و همکاران (۱۹۹۸)، در بانک جهانی مفاد قراردادهای واگذاری و ساختار مالکیتی، ۶۵ بانک را که از سال ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۶ به صورت کامل یا نیمه کامل خصوصی شده‌اند، مطالعه می‌کنند و عملکرد قبل و بعد از خصوصی‌سازی ۳۲ بانک را در کشورهای عضو OECD و ۵ کشور در حال توسعه مقایسه می‌کنند. آن‌ها شاخص‌های سودآوری، درآمد تراکنش به کل درآمد، کفایت سرمایه، و نسبت بدهی به حقوق سهامداران را سه سال قبل و بعد از انتقال مالکیت اندازه می‌گیرند و آزمون تغییر معنادار میانگین نسبت‌ها را قبل و بعد از خصوصی‌سازی انجام می‌دهند. دیونتر و مالاستا^۱ (۲۰۰۱)، کارکرد و عملکرد ۶۳ شرکت بزرگ خصوصی‌شده را در بازه ۱۹۸۱-۱۹۹۴ در مجارستان، لهستان، و انگلستان قبل و بعد از خصوصی‌سازی در کوتاه‌مدت و بلندمدت بررسی می‌کنند و در ادامه برای تکمیل توضیح خود عملکرد بلندمدت شرکت‌های خصوصی‌شده را با شرکت‌های اصالتاً خصوصی و دولتی در بازه ۱۹۷۵-۱۹۸۵-۱۹۹۵ مورد مقایسه قرار می‌دهند.

در خصوص ارزیابی سیاست خصوصی‌سازی در ایران، پژوهش‌هایی که منتشر می‌شود می‌تواند به دو دسته کلی تقسیم شود. دسته نخست کارهایی است که بیش‌تر در پی توسعه مدل بهینه و الزام‌های سیاستی است، از جمله می‌توان به قورچیان و حیدری کرد زنگنه (۱۳۸۵) اشاره کرد. دسته دوم پژوهش‌های داخلی مبنی بر ارزیابی سیاست خصوصی‌سازی از منظر تغییرهای ایجادشده بر کارکرد و عملکرد شرکت‌هاست. آذر و همکاران (۱۳۹۰)، بر خصوصی‌سازی در صنعت پتروشیمی تمرکز می‌کنند و به عنوان پرسش اصلی مطرح می‌کنند که آیا خصوصی‌سازی و واگذاری بنگاه‌های دولتی در ایران بر تحقق اهداف مالی بنگاه‌ها شامل سودآوری، بهره‌وری، رقابت، و قیمت سهام اثر مثبت دارد؟ اعزازی و همکاران (۱۳۹۰)، به بررسی نقش واگذاری شرکت‌های دولتی در افزایش سودآوری و بازدهی آن‌ها می‌پردازند. البته آن‌ها اعداد اسمی را وارد محاسبه‌های خود می‌کنند، زیرا به دلیل اریب ناشی از تورم، اعداد رسمی را به عنوان بهبود عملکرد گزارش می‌دهند. رفیعی (۱۳۷۴)، عملکرد شرکت‌های واگذارشده به بخش خصوصی قبل و بعد از واگذاری را در روند خصوصی‌سازی تا سال ۱۳۷۴ با هم مقایسه می‌کند و نتیجه می‌گیرد که عملکرد تجاری شرکت‌ها بعد از خصوصی‌سازی بهتر از قبل است. رضایی (۱۳۸۳)، بررسی تطبیقی عملکرد شرکت کشتیرانی جمهوری اسلامی ایران را قبل و بعد از تغییر مالکیت بررسی می‌کند. ودیعی و آسیابانی (۱۳۸۸)، فرض می‌کنند که عملکرد شرکت در قیمت سهام واگذارشده منعکس می‌شود، پس مقایسه قیمت واگذاری سهام شرکت‌های دولتی مشمول خصوصی‌سازی با قیمت محاسبه‌شده بر مبنای مدل نسبت قیمت بازار به سود هر سهم (P/E) شرکت‌های مشابه را بررسی می‌کنند.

1. Dewenter & Malatesta

سیاست خصوصی‌سازی در ایران

اقتصاد ایران از اوایل دهه ۱۳۵۰ در مسیر دولتی‌تر شدن است. سند سیاست‌های کلی نظام (ابلاغ مقام رهبری) در تاریخ ۱۳۸۵/۹/۱۵ به‌طور رسمی منتشر می‌شود. بخشی از این سیاست‌ها به تفسیر جدیدی از اصل ۴۴ مربوط است که به عنوان نقطه عطف اعمال سیاست خصوصی‌سازی در کشور قلمداد می‌شود. با تصویب و ابلاغ این سیاست کلی، در عمل ممانعت اصل ۴۴ بر خصوصی‌سازی رفع می‌شود و سرفصل جدید و جدی از پروژه خصوصی‌سازی در ایران شکل می‌گیرد. به منظور اجرایی شدن این سیاست کلی، قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، به صورت لایحه از طرف دولت وقت تدوین و به مجلس شورای اسلامی ارائه می‌شود و به دلیل تصویب نکردن شورای نگهبان و اصرار مجلس در نهایت در تاریخ ۱۳۸۷/۴/۳۲ توسط مجمع تشخیص مصلحت نظام با عنوان «قانون اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی، و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران و اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی» تصویب و برای اجرا به دولت ابلاغ می‌شود (پاکدامن، ۱۳۸۸). این قانون در ۹۲ ماده به‌طور مفصل به واگذاری دارایی‌ها و بنگاه‌های دولتی می‌پردازد.

عملکرد خصوصی‌سازی در ایران

از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ به شرح جدول (۱)، در مجموع ۱۱۱۱ بنگاه در فهرست بنگاه‌های قابل‌واگذاری سازمان خصوصی‌سازی قرار می‌گیرند که از این تعداد ۷۸۸ بنگاه یا به‌طور کامل واگذار شده‌اند یا از فهرست واگذاری‌ها به دلایلی همچون انتقال به گروه بنگاه‌های غیرقابل واگذاری یا ورشکستگی، تحویل یا انحلال از فهرست بنگاه‌های قابل‌واگذاری خارج شده‌اند. ۱۲۲ بنگاه پیشنهاد انتقال به گروه ۳ و خروج از فهرست را دارند و ۲۰۱ بنگاه نیز در فهرست شرکت‌های قابل‌واگذاری سال‌های بعد قرار می‌گیرند.

جدول ۱: وضعیت بنگاه‌های واگذارشده و در حال واگذاری از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴

عنوان	واگذاری و خروج کامل			پیشنهاد انتقال به گروه ۳ و خروج از فهرست واگذاری			جمع کل
	انحلال، انتقال به گروه ۳ و ورشکستگی	تحصیل، ورشکستگی	فروش	پیشنهاد انتقال به گروه ۳	پیشنهاد انتقال به گروه ۳ فهرست	برنامه واگذاری	
موضوع آیین‌نامه ماده ۲ قانون اصل ۴۴	۵۰	۱۲۴	۲۴۵	۲۹	۹۳	۱۰۱	۶۲۴
خارج از آیین‌نامه ماده ۲ قانون اصل ۴۴	۶۷	۲	۳۰۰	۰	۰	۱۰۰	۴۶۹
جمع کل	۱۱۷	۱۲۶	۵۴۵	۲۹	۹۳	۲۰۱	۱۱۱۱
درصد نسبت به کل	٪۱۱	٪۱۱	٪۴۰	٪۳	٪۸	٪۱۸	٪۱۰۰

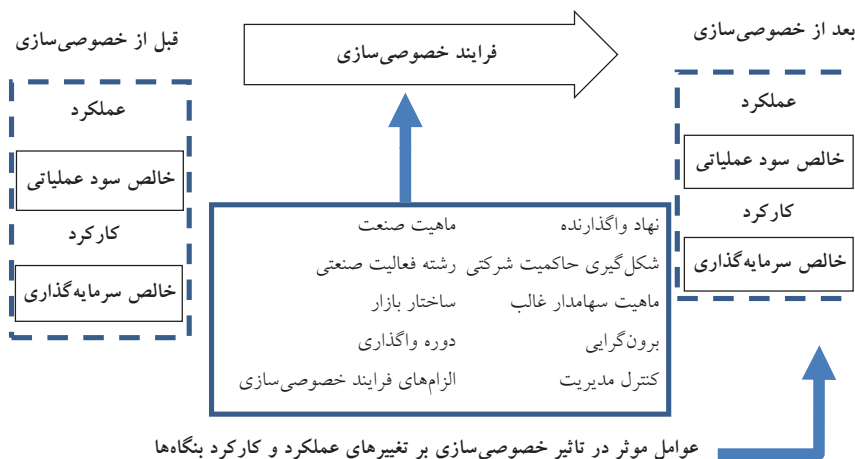
منبع: گزارش سالیانه سازمان خصوصی‌سازی سال ۱۳۹۴

واگذاری‌ها در سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ به سه نوع واگذاری شامل عرضه و فروش سهام و دارایی به صورت رقابتی به عموم متقاضیان، واگذاری سهام و دارایی بابت رد دیون دولت، و انتقال مستقیم سهام و دارایی به ذی‌نفعان است. از بیش از ۱۴۱۶ هزار میلیارد ریال سهام واگذارشده در این بازه زمانی حدود ۸۲۱ هزار میلیارد ریال معادل ۵۷/۹ درصد واگذاری‌ها به صورت رقابتی به متقاضیان، حدود ۲۹۵ هزار میلیارد ریال معادل ۲۰ درصد به صورت رد دیون دولت، و بالغ بر ۳۰۰ هزار میلیارد ریال معادل ۲۱/۲ درصد در قالب طرح توزیع سهام عدالت واگذار می‌شوند. از کل ارزش سهام واگذارشده در این بازه زمانی ۶۱ درصد از طریق عرضه در بازار سرمایه (شامل ۴۸/۵ درصد از طریق بورس و ۱۲/۵ درصد از طریق عرضه در فرابورس)، و ۳۸/۵ درصد از طریق برگزاری مزایده‌های غیربورسی صورت می‌گیرد (www.ip0.ir). از جمله ایرادهای واردشده بر عملکرد خصوصی‌سازی در سال‌های گذشته ماهیت خریداران سهام واگذارشده و سهم پایین بخش خصوصی واقعی است. این امر تحقق یکی از مهم‌ترین اهداف خصوصی‌سازی، مبنی بر ارتقای عملکرد و کارکرد بنگاه‌های واگذارشده را با استفاده از ظرفیت‌های مدیریتی بخش خصوصی زیر سوال می‌برد. سهم بخش خصوصی واقعی از کل واگذاری‌ها در سال‌های ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۹۴ در مجموع ۱۸ درصد است که پس از کسر واگذاری‌های خرد و تدریجی در بازار سرمایه و نیز واگذاری‌های سهام ترجیحی به کم‌تر از ۱۴ درصد می‌رسد. در حالی که بیش از ۲۰ درصد از جمع کل دارایی‌های خصوصی‌شده به سهام عدالت تعلق دارد، بخش زیادی از تلاش سازمان

خصوصی‌سازی نیز معطوف به سازماندهی سهم عدالت است. این در حالی است که سهام عدالت به واسطه شیوه و سازوکارهایی که برای اداره آن در نظر گرفته می‌شود، رفتاری مانند مالکیت دولتی دارد.

روش‌شناسی پژوهش

هدف این پژوهش، ارزیابی اثرهای خصوصی‌سازی بر تغییرهای عملکرد و کارکرد بنگاه‌های عرضه‌شده در بازار سرمایه کشور مبتنی بر مجموعه‌ای از داده‌های عینی قابل‌اعتماد درباره جامعه آماری مورد بررسی است. شرکت‌ها با توجه به تیمار خصوصی‌سازی دو دوره مختلف دارند که ممکن است در این دو دوره عملکرد و کارکرد متفاوتی داشته باشند. تاثیر تیمار ایجادشده بر تغییرها در کارکرد و عملکرد قابل‌بررسی است. شکل (۱)، این مفهوم را نشان می‌دهد.



شکل ۱: مدل مفهومی پژوهش

ارزیابی تاثیر خصوصی‌سازی بر عملکرد و کارکرد بنگاه‌های عرضه‌شده در بازار سرمایه ایران و عوامل موثر بر آن، به دنبال پاسخ به پرسش‌های پژوهشی به شرح زیر است:

۱. آیا خصوصی‌سازی در بهبود عملکرد بنگاه‌های دولتی واگذارشده موثر است؟
۲. آیا خصوصی‌سازی در بهبود کارکرد بنگاه‌های دولتی واگذارشده موثر است؟
۳. نقش عوامل موثر در تغییرهای عملکرد و کارکرد شرکت‌های واگذارشده چیست؟

نوع و روش این پژوهش کمی، میدانی، توصیفی، و کاربردی است. جامعه آماری شامل بنگاه های دولتی است که سهام آن ها از سال ۱۳۸۰ به بعد در بازار سرمایه کشور عرضه می شود و دست کم یک سال مالی کامل پس از واگذاری آن ها گذشته است. جمع ارزش این شرکت ها در پایان مرداد ۱۳۹۴ بالغ بر ۲۱۶۲ میلیارد ریال است که بیش از ۶۱ درصد ارزش کل بازار بورس و اوراق بهادار تهران را در آن زمان شامل می شود. برای جمع آوری اطلاعات لازم از گزارش های عملکرد سازمان خصوصی سازی، اعلامیه های پذیرش و عرضه در سوابق سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، گزارش های عرضه اولیه، صورت های مالی سود و زیان، ترازنامه و صورت جریان وجوه نقد منتشر شده و حسابرسی شده شرکت ها استفاده می شود. به منظور حذف آثار تورم و اثر قیمت اسمی، پس از محاسبه مقادیر شاخص های اسمی، در همه محاسبه ها از داده های تعدیل شده بر مبنای سری زمانی شاخص قیمت منتشر شده بانک مرکزی استفاده می شود تا اعداد سال های مختلف قیاس پذیر باشند. پس در مورد شاخص های عملکرد و کارکرد، دو مقدار اسمی و حقیقی محاسبه می شوند. مقادیر عوامل مداخله گر هم با بررسی مقتضیات هر شرکت در زمان واگذاری و پس از آن مشخص و در پایگاه داده وارد می شود. جدول (۲)، متغیرهای مفهومی و عملیاتی اصلی و تعریف محاسباتی آن ها را نشان می دهد.

جدول ۲: تعریف مفهومی، عملیاتی، و محاسباتی متغیرهای اصلی

متغیر	تعریف مفهومی	تعریف عملیاتی	تعریف محاسباتی نماد
عملکرد	میزان برآورده شدن اهداف اعلام شده سیاستگذار از اعمال سیاست خصوصی سازی مربوطه به بهبود مدیریت و عملکرد اقتصادی شرکت	خالص سود سالانه شرکت به قیمت ثابت	π_{it} خالص سود (زیان) عملیاتی با کسر هزینه های مالی
کارکرد	میزان برآورده شدن اهداف اعلام شده سیاستگذار از اعمال سیاست خصوصی سازی مربوطه به ارتقای خدمات شرکت	خالص سرمایه گذاری سالانه شکل گرفته به قیمت ثابت	k_{it} خالص جریان وجوه ناشی از سرمایه گذاری

برای حذف نوسان های غیرمعمول در برخی سال ها، برای هر بنگاه سه سال قبل و سه سال بعد از اعمال سیاست خصوصی سازی مد نظر قرار می گیرد و میانگین دست بالا سه سال قبل و بعد به عنوان متغیرهای مورد بررسی محاسبه می شود. این دو سری داده برای بررسی تغییرهای عملکرد اسمی و حقیقی قبل و بعد از خصوصی سازی و نیز کارکرد اسمی و حقیقی قبل و بعد از خصوصی سازی به عنوان پرسش اول و دوم با استفاده از آزمون های مقایسه های زوجی^۱ بکار

1. Paired Samples Test

گرفته می‌شود. با توجه به ماهیت مقایسه‌ای و تعداد اعضای نمونه آماری، آزمون مقایسه‌های زوجی داده‌های قبل و بعد (T)، متناسب با آزمون فرض مربوط به این دو پرسش یک‌بار با داده‌های اسمی و بار دیگر با داده‌های حقیقی اجرا می‌شود.

عوامل مداخله‌گر احتمالی بر تاثیر خصوصی سازی بر عملکرد و کارکرد شرکت‌ها از ادبیات و تجارب مشابه جهانی استخراج و برای هر شرکت در سال پس از واگذاری سنجیده می‌شود. این عوامل با نماد f_{ij} معرفی می‌شوند که معرف مقدار عامل j در مورد شرکت i است. این مقادیر بسته به تعداد حالت موجود برای آن عامل چندارزشی است. به منظور انجام آزمون فرض‌های مربوط به تاثیر عوامل مداخله‌گر، از شاخص تغییر مقادیر حقیقی داده‌های قبل و بعد عملکرد و کارکرد با فرمول (۱) و (۲) استفاده می‌شود.

$$\bar{\pi}_i = (\bar{\pi}_{ia} - \bar{\pi}_{ib}) / abc(\bar{\pi}_{ib}) \quad (1)$$

$$\bar{K}_i = (\bar{K}_{ia} - \bar{K}_{ib}) / abc(\bar{K}_{ib}) \quad (2)$$

جدول (۳)، متغیرهای محاسبه‌شده مورد استفاده در پژوهش را به اختصار نشان می‌دهد.

جدول ۳: نماد متغیرهای مورد استفاده در پژوهش

نمادها	نماد متغیرها
π_{it}	مقدار عملکرد بنگاه i در سال t
$\bar{\pi}_{ia}$	میانگین عملکرد بنگاه i بعد از خصوصی سازی
$\bar{\pi}_{ib}$	میانگین عملکرد بنگاه i قبل از خصوصی سازی
$\bar{\pi}_i$	شاخص تغییرهای عملکرد بنگاه i در اثر خصوصی سازی
k_{it}	مقدار کارکرد بنگاه i در سال t
\bar{K}_{ia}	میانگین کارکرد بنگاه i بعد از خصوصی سازی
\bar{K}_{ib}	میانگین کارکرد بنگاه i قبل از خصوصی سازی
\bar{K}_i	شاخص تغییرهای کارکرد بنگاه i در اثر خصوصی سازی
f_{ij}	مقدار عامل مداخله‌گر j در مورد شرکت i

برای انجام آزمون فرض‌های متناظر با اثر عوامل مداخله‌گر با توجه به تعداد بلوک‌های شکل گرفته متناسب با داده‌های چندارزشی عوامل مداخله‌گر، و با نظر به تعداد کم نمونه آماری در هر بلوک داده، به اقتضا از آزمون ناپارامتریک U مان-ویتنی^۱ یا آزمون ناپارامتریک کروسکال-والیس^۲ استفاده می‌شود.

1. U Mann-Whitney
2. Kruskal-Wallis

تجزیه و تحلیل یافته‌ها

به دلیل اهمیت بازشناسی دخالت تمایز داده‌های اسمی و حقیقی، پرسش‌های پژوهشی در خصوص تغییرهای عملکرد و کارکرد به دو طریق، یکبار با استفاده از داده‌های اسمی و بار دیگر با داده‌های حقیقی تکرار می‌شود. در ادامه، در خصوص سنجش تاثیر متغیرهای مداخله‌گر احتمالی، فقط داده‌های حقیقی یا داده‌های تعدیل شده با تورم بکار گرفته می‌شود.

بررسی عملکرد اسمی و حقیقی قبل و بعد از خصوصی سازی

به منظور بررسی عملکرد اسمی و حقیقی قبل و بعد از خصوصی سازی، آزمون مقایسه‌های زوجی داده‌های قبل و بعد (T)، با توجه به ماهیت مقایسه‌ای و تعداد اعضای نمونه آماری، یکبار با داده‌های اسمی و بار دیگر با داده‌های حقیقی اجرا می‌شود که نتایج آن در پیوست (۱) گزارش می‌شود. میانگین عملکرد اسمی بنگاه از حدود ۲۴۳۶ میلیارد ریال به ۷۱۵۷ میلیارد ریال ارتقا می‌یابد. در این آزمون با رد فرض صفر در سطح معناداری ۹۵ درصد و با توجه به محدوده بالا و پایین اختلاف عملکرد بعد و قبل از خصوصی سازی که هر دو مثبت است، می‌توان نتیجه گرفت که عملکرد اسمی بنگاه‌ها به‌طور متوسط بعد از خصوصی سازی افزایش دارد. با حذف اثرهای تورم عمومی قیمت‌ها و با استفاده از داده‌های تعدیل شده با شاخص عمومی قیمت‌ها مشاهده می‌شود که میانگین عملکرد حقیقی شرکت‌ها از مقدار ۳۷۰۲ میلیارد ریال قبل از خصوصی سازی به ۵۵۰۴ میلیارد ریال افزایش دارد، ولی با توجه به $Sig=0/071$ در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرض صفر آزمون مبنی بر برابری میانگین عملکرد حقیقی قبل و بعد از خصوصی سازی پذیرفته می‌شود و نمی‌توان نتیجه گرفت که عملکرد حقیقی بنگاه‌ها بعد از خصوصی سازی ارتقا می‌یابد.

کارکرد اسمی و حقیقی قبل و بعد از خصوصی سازی

به منظور بررسی کارکرد اسمی و حقیقی قبل و بعد از خصوصی سازی، آزمون مقایسه‌های زوجی داده‌های قبل و بعد (T)، با توجه به ماهیت مقایسه‌ای و تعداد اعضای نمونه آماری، یکبار با داده‌های اسمی و بار دیگر با داده‌های حقیقی اجرا می‌شود که نتایج آن در پیوست (۲) گزارش می‌شود. میانگین شاخص کارکرد اسمی بنگاه‌ها از حدود ۷۴۵ میلیارد ریال به بیش از ۱۹۷۳ میلیارد ریال ارتقا می‌یابد. در این آزمون با رد فرض صفر در سطح معناداری ۹۵ درصد و با توجه به محدوده بالا و پایین مثبت اختلاف عملکرد بعد و قبل از خصوصی سازی در این سطح اطمینان، می‌توان نتیجه گرفت که کارکرد اسمی بنگاه‌ها به‌طور متوسط بعد از خصوصی سازی افزایش

دارد. با حذف اثرهای تورم عمومی قیمت‌ها و با استفاده از داده‌های تعدیل‌شده با شاخص عمومی قیمت‌ها مشاهده می‌شود که میانگین کارکرد حقیقی شرکت‌ها از مقدار ۱۲۵۵ میلیارد ریال قبل از خصوصی‌سازی به ۱۸۳۳ میلیارد ریال افزایش دارد، ولی با توجه به ۰/۲۲۴ در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرض صفر آزمون مبنی بر برابری میانگین کارکرد حقیقی قبل و بعد از خصوصی‌سازی تایید می‌شود. به عبارت دیگر، نمی‌توان فرض بهبود کارکرد را تایید نمود و می‌توان نتیجه گرفت که تغییر معناداری در کارکرد حقیقی بنگاه‌ها بعد از خصوصی‌سازی صورت نگرفته است.

اثر عوامل مداخله‌گر در رابطه خصوصی‌سازی بر کارکرد و عملکرد بنگاه‌ها

جدول (۴)، نتایج آزمون فرض‌های متناظر را با پرسش‌های پژوهش مربوط به تاثیر هر کدام از عوامل بر رابطه خصوصی‌سازی بر عملکرد و کارکرد شرکت‌ها نشان می‌دهد.

جدول ۴: خلاصه نتیجه تاثیر عوامل مختلف بر رابطه خصوصی‌سازی بر عملکرد و کارکرد حقیقی شرکت‌ها

عوامل موثر	تعداد بلوک‌ها	آزمون	عملکرد معناداری: ۹۵٪ نتیجه معناداری: ۹۵٪	کارکرد نتیجه
نهاد واگذارنده	۲	U مان-ویتنی	۰/۵۴۹ -	۰/۶۴۸ -
شکل‌گیری حاکمیت شرکتی	۲	U مان-ویتنی	۰/۰۴۶ +	۰/۳۲۶ -
ماهیت سهامدار غالب	۴	کروسکال-والیس	۰/۰۲۸ +	۰/۱۸۰ -
برون‌گرایی	۲	U مان-ویتنی	۰/۹۰۵ -	۰/۴۹۳ -
کنترل مدیریت	۲	U مان-ویتنی	۰/۰۱۷ +	۰/۷۳۵ -
ماهیت صنعت	۷	کروسکال-والیس	۰/۹۲۰ -	۰/۴۳۸ -
رشته فعالیت صنعتی و حوزه کسب‌وکار	۱۰	کروسکال-والیس	۰/۲۷۳ -	۰/۶۵۱ -
ساختار بازار	۴	کروسکال-والیس	۰/۶۰۹ -	۰/۴۸۶ -
دوره واگذاری	۴	کروسکال-والیس	۰/۷۲۶ -	۰/۸۰۰ -
الزام‌های فرآیند خصوصی‌سازی	۴	کروسکال-والیس	۰/۸۷۳ -	۰/۹۱۰ -

با توجه به نتایج آزمون فرض

ها، تایید می‌شود که شکل‌گیری حاکمیت شرکتی، ماهیت سهامدار غالب، و نوع کنترل مدیریت بر تاثیر خصوصی‌سازی بر عملکرد شرکت‌ها اثر دارد. سایر عوامل بر تاثیر خصوصی‌سازی بر تغییرهای عملکرد موثر نیستند. همچنین، هیچ‌کدام از عوامل مداخله‌گر بر رابطه خصوصی‌سازی بر کارکرد بنگاه‌های عرضه‌شده اثرگذار نیستند.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف رسمی اعلام‌شده خصوصی‌سازی، چنانچه در متن سیاست رسمی تشریح می‌شود و البته بسیار مشابه با تجربه‌های جهانی است، عبارت است از ارتقای عملکرد اقتصادی و تجاری این شرکت‌ها از طریق اعمال مدیریت بخش خصوصی و اصلاح نظام انگیزشی و بهبود کارایی فرایندهای تجاری و سایر سازوکارهایی که اعمال آن‌ها در بخش دولتی دشوار است، و ارتقا و توسعه کارکرد شرکت‌ها به وسیله جذب سرمایه جدید، نوآوری، و توسعه زمینه‌های تجاری و مانند آن.

بر مبنای یافته‌های پژوهش می‌توان پذیرفت که خصوصی‌سازی بنگاه‌هایی که ذیل سیاست خصوصی‌سازی در فاصله سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم به بخش غیردولتی واگذار شده‌اند، به بهبود عملکرد اسمی این شرکت‌ها منجر شده است. این نتیجه‌گیری در مورد عملکرد حقیقی که با شاخص عمومی قیمت‌ها تعدیل می‌شود، درست نیست. پس به‌روشنی همان‌طور که تفاوت زیاد عملکرد اسمی و حقیقی نشان می‌دهد، بخش بزرگی از تغییرهای مساعد عملکرد اسمی شرکت‌ها بعد از واگذاری نسبت به قبل از واگذاری، ناشی از تورم ارقام رسمی در گزارش‌های سود و زیان شرکت‌هاست. در مورد توسعه کارکرد شرکت‌ها نیز نتیجه مشابه است. کارکرد شرکت‌هایی که با میانگین خالص سرمایه‌گذاری سالانه نمایندگی می‌شود، به‌طور اسمی بهبود یافته است، ولی بر مبنای داده‌های تعدیل‌شده بر اساس تورم در سطح اطمینان ۹۵ درصد نمی‌توان پذیرفت که خصوصی‌سازی به بهبود کارکرد شرکت‌های واگذارشده منجر شده است. به عبارت دیگر، شرکت‌ها سودآفرینی بهتری داشته‌اند یا با تغییر رویه‌های حسابداری و مدیریت ثبت هزینه‌ها سود بیشتری نشان داده‌اند، ولی به هر حال سود مازاد در داخل بنگاه‌ها سرمایه‌گذاری نشده است. در توضیح این نتیجه‌گیری، عوامل احتمالی موثر بر کیفیت تاثیر خصوصی‌سازی بر عملکرد و کارکرد شرکت‌ها بررسی می‌شود. این عوامل احتمالی از مجموعه مطالعات هم‌زمینه روی سایر تجربه‌های مشابه در جهان استخراج می‌شود و تاثیر آن‌ها بر عملکرد و کارکرد شرکت‌های مورد بررسی به‌طور جداگانه مورد آزمون قرار می‌گیرد. نتایج نشان می‌دهد سه عامل شکل‌گیری

حاکمیت شرکتی، ماهیت سهامدار غالب، و نوع کنترل مدیریتی بعد از انتقال مالکیت، در رابطه خصوصی سازی بر عملکرد موثرند و سایر عوامل اثری ندارند. همچنین، هیچ کدام از عوامل بر رابطه خصوصی سازی بر کارکرد شرکتها موثر نیستند.

نهاد واگذارنده اثر معناداری در تغییرهای ایجادشده ناشی از خصوصی سازی شرکتها نه در مورد عملکرد و نه در مورد کارکرد شرکتها ندارد. یعنی تغییرهای عملکرد و کارکرد شرکتهایی که به طور مستقیم توسط دولت عرضه می شوند، مشابه تغییرهای شرکتهایی است که توسط شرکت های خصوصی شده پیشین عرضه می شوند. این نتیجه رجحان واگذاری هولدینگی شرکتها را با هدف واگذاری آتی تدریجی شرکت های زیرمجموعه توسط هولدینگ واگذارنده به شدت زیر سوال می برد، و همان طور که اشاره می شود، این رویکرد ضمن آن که فرصت تجدید ساختار صنعت قبل از واگذاری مالکیت را که در مرور تجربه های موفق و ناموفق خصوصی سازی بر اهمیت آن تاکید فراوان می شود، از دولت می گیرد، امکان بهتری برای تخلیه سود بنگاهها و پنهان کردن واقعیتها و بهره گیری نامشروع از اثر اهرمی سهامداری غالب با استفاده از قیمت های انتقالی و سایر سازوکارها ایجاد می کند.

شکل گیری حاکمیت شرکتی بر تغییرهای عملکرد ناشی از خصوصی سازی موثر است. تغییرهای عملکرد شرکت هایی که در جریان خصوصی سازی به تشکیل نظام حاکمیت شرکتی موفق می شوند، مساعدتر از بقیه شرکتهاست. ولی خصوصی سازی به ایجاد حاکمیت شرکتی در کلیه شرکت های عرضه شده منجر نمی شود. از این رو، انتظار می رود اگر ایجاد نظام حاکمیت شرکتی در دستور کار اجرای سیاست خصوصی باشد، نتایج بهتری در خصوص ارتقای عملکرد شرکتها حاصل می شود. چنانکه توصیه سیاستی اغلب پژوهشها در تجارب مشابه جهانی تاکید می کند که روش سیاستگذار در اجرای خصوصی سازی که معرف اهداف ضمنی و اصلی سیاستگذار است، موثرتر و تعیین کننده تر از اهداف رسمی اعلام شده است.

در مورد توسعه کارکرد شرکت، حتی شکل گیری حاکمیت شرکتی مشابه با سایر عوامل اثر معناداری ندارد. به عبارت دیگر، همه شرکتها به طور مشابه در سرمایه گذاری و توسعه کارکردهای تجاری شان دچار وقفه و شکست هستند و خصوصی سازی تغییر مثبتی در این خصوص ایجاد نمی کند. ماهیت سهامدار غالب، در اثر خصوصی سازی بر عملکرد بنگاهها موثر است. با توجه به نتایج آزمون های تکمیلی، می توان نتیجه گرفت شرکت هایی که در فرایند خصوصی سازی به سهامدار عمده خصوصی منتقل می شوند، تغییرهای عملکرد مساعدتری در قیاس با واگذاری به صندوق های بازنشستگی یا موسسه های دولتی، سهام عدالت، و شرکت های دولتی دارند. گاه

مشاهده می‌شود بنیادها و نهادهای انقلابی و نظامی پس از تملک بخش عمده سهام شرکت‌های واگذاری، تغییرهای مساعدتری در عملکرد بنگاه در قیاس با صندوق‌های بازنشستگی ایجاد می‌کنند. بدترین تأثیر، به صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌هایی با ماهیت سهامدار عمده دولتی مربوط می‌شود. این امر نشان‌دهنده آن است که انتقال ظاهری مالکیت بنگاه‌ها از بخش دولتی به بخش‌های دیگری از بدنه حاکمیت شامل دولت و بخش عمومی، نمی‌تواند در راستای اهداف اعلام‌شده خصوصی‌سازی باشد. خصوصی‌سازی هنگامی به توسعه عملکرد شرکت‌ها منجر می‌شود که بخش عمده مالکیت به سهامدار خصوصی با ریشه اشخاص حقیقی مشخص منتقل شده باشد. ماهیت سهامدار عمده تأثیر معناداری در تغییرهای کارکرد شرکت‌ها ندارد و الگوی یکسانی از طرف هر چهار گروه سهامدار عمده در توسعه کارکردهای شرکت‌ها اعمال می‌شود. پس این احتمال تقویت می‌گردد که تغییرهای مساعد عملکرد شرکت‌ها ممکن است در اثر تغییر رویه‌های حسابداری، تقسیم سود بیش‌تر از واقعیت از شرکت‌های زیرمجموعه یا استفاده ابزاری از قیمت‌های انتقالی برای سودسازی بیش‌تر در کوتاه‌مدت باشد.

برون‌گرایی شرکت‌ها اثری در تغییرهای عملکرد شرکت‌ها و تغییرهای کارکرد آن‌ها در اثر خصوصی‌سازی ندارد. البته چنانکه داده‌ها نشان می‌دهد، بخش عمده صنایع کشور فقط برای ارائه خدمت به بازارهای محلی شکل می‌گیرند یا در طول سال‌های مختلف قابلیت‌های لازم را برای حضور در بازارهای جهانی ندارند. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی با قابلیت‌های صادراتی و شرکت‌های نیازمند بازار محلی به یک اندازه نسبت به سرمایه‌گذاری‌های جدید برای توسعه کارکردها بی‌توجه هستند و هیچ یک از دو گروه نمی‌توانند سرمایه‌گذاری جدید مازادی جذب کنند. این موضوع از آن جهت دارای اهمیتی ویژه است که حتی بنگاه‌های برون‌گرای کشور که قابلیت رقابتی دارند، ترجیح می‌دهند منابع مازاد بنگاه را خارج کنند و شتابی در توسعه بنگاه ندارند که به نوبه خود می‌تواند نشانگر نامساعدی فضای کلان کشور برای سرمایه‌گذاری باشد. در نتیجه، می‌توان پذیرفت که بهبود شرایط کلان کشور برای توسعه بنگاه‌ها و در نتیجه آن توسعه کشور، مهم‌تر از خصوصی‌سازی یا ماهیت سهامداران شرکت‌هاست.

کنترل مدیریت بعد از واگذاری در بهبود عملکرد ناشی از خصوصی‌سازی موثر است. بنگاه‌هایی که پس از خصوصی‌سازی با سازوکار غیردولتی کنترل می‌شوند، تغییرهای عملکردی مساعدتری دارند. این نتیجه طبیعی و همخوان با پژوهش‌های پیشین است. حذف قوانین غیرضرور و افزایش سرعت تصمیم‌گیری، حذف محدودیت فعالیت مدیران ناشی از الزام‌های اداری دولتی، امکان جذب و بکارگیری نیروی انسانی کارآتر، و بهبود نظام انگیزش سازوکارهایی است که به‌احتمال به نقش

مساعد کنترل غیردولتی در بهبود عملکرد منجر می‌شود. اما حتی نوع کنترل دولتی و غیردولتی نیز در تاثیر خصوصی‌سازی بر توسعه کارکرد بنگاه‌ها بی‌اثر است.

دو عامل ماهیت صنعت و رشته فعالیت صنعتی، و حوزه کسب و کار بنگاه‌ها نقشی در اثربخشی خصوصی‌سازی بر عملکرد و کارکرد بنگاه‌ها ندارند. در واقع، هیچ‌کدام از عوامل سطح صنعت اثر معناداری بر پدیده‌های مورد مطالعه ندارند. این امر تاکید می‌کند که آنچه رفتار بنگاه‌ها را شکل می‌دهد، به‌طور همگن بر همه حوزه‌ها موثر است و در سطح بالاتری از سلسله‌مراتب سیاستی قرار دارد. پس می‌توان نتیجه گرفت در شرایط نبود تصحیح چارچوب سیاستی حاکم بر اقتصاد کشور، جستجو یا تاکید بر مزیت‌های نسبی طبیعی یا ایجادشده برای تحریک توسعه بنگاه‌ها چندان موثر نیست.

ساختار بازار در تغییرهای عملکرد و کارکرد بنگاه‌ها قبل و بعد از خصوصی‌سازی تاثیر ندارد. یعنی انحصارهای ایجادشده و حمایت‌های مقرراتی در برابر رقابت خارجی به مساعدتر شدن عملکرد بنگاه‌ها منجر نمی‌شود و سبب‌ساز انگیزش بنگاه‌ها برای توسعه و سرمایه‌گذاری بیش‌تر برای انتفاع از فرصت ایجادشده نمی‌گردد. بلکه با توجه به اقدام‌های بنگاه‌ها مانند مقاومت شرکت‌های مخابراتی برای اجازه ورود اپراتورهای جدید، لابی سنگین شرکت‌های پتروشیمی برای اثرگذاری بر نرخ ارز خوراک یا لابی شرکت‌های خودروسازی برای حفظ دیوار تعرفه‌ای، به نظر می‌رسد بنگاه‌ها اهتمام خود را برای حفظ چارچوب بازار در شرایط انحصاری و حمایتی متمرکز می‌کنند. این در حالی است که هزینه‌های ناشی از انحصار و حمایت در برابر رقابت خارجی به بهانه توسعه بنگاه‌ها به جامعه تحمیل می‌شود. با وجود تفاوت رویکردها در دوره‌های مختلف زمانی، تغییرهای عملکرد و کارکرد شرکت‌ها در پاسخ به خصوصی‌سازی تفاوت معناداری ندارد. احتمال‌هایی برای توضیح این امر وجود دارد. نخست آن‌که عوامل بنیادی که تاثیر قطعی بر تعیین عملکرد و کارکرد شرکت‌ها دارند، با تغییر رویکردها و برخی واقعیت‌ها مانند تغییرهای درآمد ارزی دولت، همچنان مشابه یا حتی همسان باقی می‌مانند. این نتیجه‌گیری تایید می‌کند که چارچوب سیاستی حاکم و تعیین‌کننده رفتار احاد اقتصادی در طول سال‌های مختلف تغییر معناداری ندارد و همچنان در جهت توسعه بنگاه‌ها نیست. احتمال دیگری که وجود دارد، تغییر رویکردها همیشه با تاخیر قابل توجهی به تغییر متغیرهای تعیین‌کننده منجر می‌شود. پس در این خصوص بیش‌تر به این موضوع تاکید می‌شود که تغییرهای عملکرد و کارکرد بنگاه‌ها در اثر خصوصی‌سازی در طول سال‌ها و دوره‌های مختلف الگوی مشابهی دارد که به احتمال متاثر از رویکردهای بنیادی، کیفیتی از چارچوب نهادی موثر بر فعالیت‌های اقتصادی، و اقدام‌هایی در عمل است که در طول دوره‌های

مختلف تقریباً مشابه است و چندان منطبق بر آموزه‌های ناشی از تجارب موفق نیست. نتیجه‌گیری کلی نشان می‌دهد که شرکت‌ها پس از خصوصی‌سازی به‌طور عمده مبادرت به خارج نمودن سود اسمی مازاد از بنگاه‌ها می‌کنند و آن را صرف توسعه بنگاه نمی‌کنند. این احتمال با توجه به فروش قسطی بنگاه‌ها به نهادهایی که درجه بالایی از اهرم مالی را برای خرید شرکت‌ها ایجاد می‌کنند، و برنامه‌ریزی آن‌ها برای تامین مالی معامله‌های خصوصی‌سازی مبتنی بر بازپرداخت اقساط از محل خود بنگاه‌هاست، به‌طور کامل منطبق بر شواهد تجربی است.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که عملکرد و کارکرد حقیقی شرکت‌ها پس از خصوصی‌سازی نسبت به قبل از آن تغییر مساعدی ندارد؛ هرچند عملکرد و کارکرد اسمی شرکت‌ها نسبت به قبل از واگذاری بهتر است. در تغییرهای عملکرد حقیقی بنگاه‌ها فقط عوامل سهامدار غالب، نوع کنترل، و شکل‌گیری حاکمیت شرکتی موثر هستند که نشان می‌دهد اگر در فرایند خصوصی‌سازی واگذاری به بخش خصوصی با ریشه اشخاص حقیقی، شکل‌گیری حاکمیت شرکتی و انتقال واقعی کنترل از بخش دولتی به بخش خصوصی مد نظر قرار گیرد، نتایج بهتری در بهبود عملکرد شرکت‌ها به‌دست می‌آید.

در شرایطی از اقتصاد کشور که بخش خصوصی با ریشه گرفتن از اشخاص حقیقی، فاقد توان تجمع و تجهیز منابع لازم برای خرید سهام عمده شرکت‌های واگذار شده است، خصوصی‌سازی ناگزیر به انتقال مالکیت گاه صوری از بخشی از دولت به بخش دیگر است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد چنین مسیری در خصوصی‌سازی به برآوردن اهداف خصوصی‌سازی منجر نمی‌شود. در واقع، تقویت توان تشکیل سرمایه در کشور و توانایی تجمع و تجهیز منابع بخش خصوصی مهم‌تر از پروژه فروش دارایی‌های دولت و انتقال بیش‌تر آن‌ها به نهادهای عمومی است. این اقدام‌ها باید در سطح سیاستی بالاتری صورت گیرد که از طریق تصحیح رویکردهای سیاستی و حقوقی به روابط بین‌الملل و مبانی مالکیت خصوصی و اتخاذ رویکردهای توسعه‌گرا و البته ثبات‌ساز در سطح اقتصاد کلان، و بهبود چارچوب نهادی حاکم بر شرایط فعالیت‌های اقتصادی ممکن می‌شود. این چارچوب نهادی شامل مجموعه قوانین، رویه‌های حکمرانی و دیوان‌سالاری متصدی امور عمومی کشور و حتی هنجارهای بنیادین جامعه در خصوص ثروت‌آفرینی و کسب‌وکار است. پس از اقدام‌هایی که برای تشکیل ثروت و سرمایه لازم‌الاجراست، به منظور تسهیل فرایند شکل سرمایه، مجموعه‌ای از ابزارسازی‌ها و تصحیح مقررات در بازار مالی کشور ضروری است. در واقع، پس از ثمربخشی این اقدام‌ها می‌توان پروژه خصوصی‌سازی را البته با توجه کامل بر الزام‌های اجرای فرایند خصوصی‌سازی پیش برد و امید داشت که خصوصی‌سازی به بهبود عملکرد حقیقی

شرکت‌ها همراه با توسعه سرمایه‌گذاری و کارکرد حقیقی آن‌ها منجر شود.

منابع

الف) فارسی

- اعزازی، محمد اسماعیل؛ فرخی استاد، مجتبی، و فرخی استاد، مصطفی (۱۳۹۰). بررسی نقش واگذاری شرکت‌های دولتی در افزایش سودآوری و بازدهی آن‌ها. *پژوهش‌های مدیریت عمومی*، ۴(۱۳)، ۴۹-۷۲. آذر، عادل؛ قلی‌پور، رحمت‌اله؛ الوانی، سیدمهدی؛ کمیجانی، اکبر، و محمدی، اسفندیار (۱۳۹۰). طراحی مدل جامع خصوصی‌سازی و واگذاری بنگاه‌های دولتی در ایران با رویکرد خط‌مشی‌گذاری صنعت پتروشیمی. *پژوهش‌های مدیریت در ایران*، ۱۵(۴)، ۲۹-۴۹.
- پاکدامن، رضا (۱۳۸۸). *رویکردهای اجرایی و مبنای قانونی خصوصی‌سازی در ایران و جهان*. انتشارات مرکز آموزش و تحقیقات صنعتی ایران.
- رضایی، عبدالله (۱۳۸۳). *بررسی تطبیقی عملکرد شرکت کشتیرانی جمهوری اسلامی ایران قبل و بعد از تغییر مالکیت (خصوصی‌سازی)*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- رفیعی، محمدمهدی (۱۳۷۴). *بررسی مقایسه‌ای عملکرد شرکت‌های واگذارشده به بخش خصوصی قبل و بعد از واگذاری در روند خصوصی‌سازی*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس.
- قورچیان، نادر قلی، و حیدری کرد زنگنه (۱۳۸۷). ارائه یک مدل مناسب برای ارتقا و توسعه خصوصی‌سازی در کشور. *مجله پژوهشنامه اقتصادی*، ۸(۳)، ۲۱۹-۲۵۷.
- ودیعی، محمدحسین، و آسیابانی، سعید (۱۳۸۸). *مقایسه قیمت واگذاری سهام شرکت‌های دولتی مشمول خصوصی‌سازی با قیمت محاسبه‌شده بر مبنای مدل نسبت قیمت بازار به سود هر سهم (P/E) شرکت‌های مشابه*. *تحقیقات مالی*، ۱۰(۲۶)، ۱۱۳-۱۳۲.

ب) انگلیسی

- Boardman, A. E., & Vining, A. R. (1989). Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises. *The Journal of Law and Economics*, 32(1), 1-33.
- Boubakri, N., & Cosset, J. C. (1998). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. *The Journal of Finance*, 53(3), 1081-1110.
- Cavaliere, A. (2003). *Competition in Natural Gas Industry: European Liberalisation Issues and Regulatory Reform in Italy*. Paper Presented At the Milan European Economy Seminar, Università degli studi di Milano.
- Dewenter, K. L., & Malatesta, P. H. (2001). State-Owned and Privately Owned

- Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity. *American Economic Review*, 91(1), 320-334.
- D'souza, J., & Megginson, W. L. (1999). The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s. *The Journal of Finance*, 54(4), 1397-1438.
- Frydman, R., Gray, C., Hessel, M., & Rapaczynski, A. (1999). When Does Privatization Work? The Impact of Private Ownership on Corporate Performance in the Transition Economies. *The Quarterly Journal of Economics*, 114(4), 1153-1191.
- Macquieira, C., & Zurita, S. (1996). Privatizaciones en Chile: Eficiencia y politicas financieras. *Estudios de Administracion*, 3(2), 1-36.
- Majumdar, S. K. (1998). Assessing Comparative Efficiency of the State-Owned Mixed and Private Sectors in Indian Industry. *Public Choice*, 96(1-2), 1-24.
- Megginson, W. L., Nash, R. C., & Van Randenborgh, M. (1994). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 49(2), 403-452.
- Parker, D. (1997). Price Cap Regulation, Profitability and Returns to Investors in the UK Regulated Industries. *Utilities Policy*, 6(4), 303-315.
- Petrazzini, B. A., & Clark, T. H. (1996). *Costs and Benefits of Telecommunications Liberalization in Developing Countries*. Institute for International Economics, Washington, DC.
- Pinto, B., Belka, M., Krajewski, S., & Shleifer, A. (1993). Transforming State Enterprises in Poland: Evidence on Adjustment by Manufacturing Firms. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1993(1), 213-270.
- Tian, G. L. (2000). State Shareholding and Corporate Performance: A Study of a Unique Chinese Data Set. *Working Paper, London Business School*.
- Verbrugge, J. A., Megginson, W. L., & Lee, W. (1998). *The Financial Performance of Privatized Banks: An Empirical Analysis*, Working Paper: University of Georgia.
- Verbrugge, J., Owens, W., & Megginson, W. (1999). *State Ownership and the Financial Performance of Privatized Banks: An Empirical Analysis*. Paper Presented at the Conference Proceedings of a Policy Research Workshop Held At the World Bank.

پیوست ۱

جدول ۱: نتیجه آزمون بررسی عملکرد اسمی و حقیقی قبل و بعد از خصوصی سازی

الف: آمار نمونه زوجی^۱

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean	
Pair 1	عملکرد اسمی بعد از واگذاری	۷۱۵۷۸۴۰/۵۶	۳۹	۸۵۹۴۴۹۴/۹۳۱	۱۳۷۶۲۲۰/۶۰۶
	عملکرد اسمی قبل از واگذاری	۲۴۳۶۷۴۸/۴۱	۳۹	۳۷۸۳۵۶۰/۷۴۲	۶۰۵۸۵۴/۵۹۶
Pair 2	عملکرد حقیقی بعد از واگذاری	۵۵۰۴۹۸۴/۴۴	۳۹	۵۴۷۲۷۲۰/۱۹۱	۸۷۶۳۳۶/۵۸۱
	عملکرد حقیقی قبل از واگذاری	۳۷۰۲۲۷۰/۷۹	۳۹	۵۳۹۵۱۷۹/۳۷۸	۸۶۳۹۲۰/۱۱۳

ب: نتایج آزمون مقایسه‌های زوجی

	Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)		
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference					
				Lower				Upper	
Pair 1	عملکرد اسمی بعد از واگذاری - عملکرد اسمی قبل از واگذاری	۴۷۲۱۰۹۲/۱۵۴	۸۰۰۲۵۱۳/۰۸۱	۱۲۸۱۴۲۷/۶۴۵	۲۱۲۶۹۷۷/۵۰۷	۷۳۱۵۲۰۶/۸۰۱	۳/۶۸۴	۳۸	۰/۰۰۱
Pair 2	عملکرد حقیقی بعد از واگذاری - عملکرد حقیقی قبل از واگذاری	۱۸۰۲۷۱۳/۶۴۱	۶۰۶۰۰۵۶/۴۱۵	۹۷۰۳۸۵/۶۴۶	-۱۶۱۷۲۹/۳۹۷	۳۷۶۷۱۵۶/۶۷۶	۱/۸۵۸	۳۸	۰/۰۷۱

فرسیدند است

دوره ۳۳ - بهار ۹۹ - شماره ۱ - پیاپی ۱۱۱

جدول ۲: نتیجه آزمون بررسی کارکرد اسمی و حقیقی قبل و بعد از خصوصی سازی
الف: آمار نمونه زوجی

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	کارکرد اسمی بعد از واگذاری ۱۹۷۳۳۲۰/۵۹	۳۹	۲۴۴۳۵۹۳/۷۱۵	۳۹۱۲۸۸/۱۵۰
	کارکرد اسمی قبل از واگذاری ۷۴۹۸۹۷/۷۲	۳۹	۲۱۱۷۷۷۴/۴۴۳	۳۳۹۱۱۵/۳۱۲
Pair 2	کارکرد حقیقی بعد از واگذاری ۱۸۳۳۳۷۷/۰۳	۳۹	۲۲۹۴۵۵۵/۴۲۸	۳۶۷۴۲۲/۹۲۴
	کارکرد حقیقی قبل از واگذاری ۱۲۵۵۲۹۷/۲۱	۳۹	۳۷۴۱۵۸۹/۷۷۱	۵۹۹۱۳۳/۸۶۲

ب: نتایج آزمون مقایسه‌های زوجی

	Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)		
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference					
				Lower				Upper	
Pair 1	کارکرد اسمی بعد از واگذاری - کارکرد اسمی قبل از واگذاری	۱۲۲۳۴۲۲/۸۷۲	۱۷۶۶۲۰۲/۴۷۹	۲۸۲۸۱۸/۷۴۲	۶۵۰۸۸۶/۲۶۱	۱۷۹۵۹۵۹/۴۸۳	۴/۳۲۶	۳۸	۰/۰۰۰
Pair 2	کارکرد حقیقی بعد از واگذاری - کارکرد حقیقی قبل از واگذاری	۵۷۸۰۷۹/۸۲۱	۲۹۱۹۲۰۵/۹۹۳	۴۶۷۴۴۷/۰۶۶	-۳۶۸۲۱۷/۲۹۲	۱۵۲۴۳۷۶/۹۳۳	۱/۲۲۷	۳۸	۰/۲۲۴

مقاله ۳- تأثیر خصوصی سازی بر تغییرهای عملکرد و کارکرد شرکت‌های... | حبیب‌الله طاهرپور و همکاران