

## عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ عرضه‌شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از خصوصی‌سازی

دکتر علی سعیدی\*  
شهرام بابالویی\*\*

### چکیده

یکی از اهداف اساسی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، بهبود عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی است. هدف تحقیق، ارزیابی عملکرد مالی و عملیاتی قبل و بعد از واگذاری شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ عرضه‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این مقاله برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها از نه معیار حاشیه سود عملیاتی، حاشیه سود خالص، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، نسبت وجه نقد عملیاتی به دارایی‌ها، گردش دارایی‌ها، نسبت اهرمی، نسبت کیوتوبین و ارزش افزوده اقتصادی استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌ها در صورت نرمال بودن داده‌ها از آزمون‌های پارامتریک و در صورت غیرنرمال بودن داده‌ها از آزمون‌های ناپارامتریک استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که هیچ‌یک از معیارهای عملکردی قبل و بعد از واگذاری تفاوت معناداری ندارد و عملکرد مالی شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ که در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده‌اند، بعد از واگذاری بهبود نیافته است. واژه‌های کلیدی: خصوصی‌سازی، اصل ۴۴، عملکرد، آزمون مقایسه زوجی و ارزش‌افزوده اقتصادی.

طبقه‌بندی JEL: L33.

### ۱. مقدمه

عدم تخصیص بهینه و مطلوب منابع توسط دولت‌ها و لزوم همت گماردن به انجام امور حاکمیتی و حیاتی و پرهیز از انجام امور تصدی‌گری به وسیله دولت‌ها موجب شد که بعد از دهه ۱۹۸۰م سیاست خصوصی‌سازی، محور و مبنای فکری نظریه‌پردازان اقتصادی شود و حرکت به سوی ترکیب بهینه دولت و بازار به شکل مدرن و پیشرفته‌تر مطرح شود (لیبرمن،<sup>۱</sup> ۱۹۹۵، ص ۱۸). اهداف خصوصی‌سازی در کشورهایی مانند آلمان، انگلستان، ترکیه، مالزی، چین و... که برنامه خصوصی‌سازی در ابتدا با مطالعه و شناسایی کامل شرایط و سپس آماده‌سازی بسترها اجرا شده، به نحو مطلوبی تحقق یافته است. ولی کشورهایی مانند بنگلادش، پاکستان و... که به الزامات پیش، چین و پس از خصوصی‌سازی توجه کمتری داشتند، با اجرای برنامه خصوصی‌سازی، با مشکلات اقتصادی و اجتماعی جدیدی مواجه شده‌اند (کوسندا و اسوجنار،<sup>۲</sup> ۲۰۰۲، ص ۲۴).

در اقتصاد ایران هشتاد درصد سهام کارخانه‌ها و بنگاه‌های بزرگ دولتی مشمول اصل ۴۴ می‌شوند. مطابق بند یک اصل ۱۱۰ قانون اساسی، یکی از اهداف اساسی خصوصی‌سازی شرکت‌ها، بهبود و ارتقای عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی است.

در این مقاله به منظور آزمون تحقق یا عدم تحقق این هدف، عملکرد مالی قبل و بعد از عرضه شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. در صورتی که عملکرد مالی این شرکت‌ها پس از عرضه در بورس بیش از عملکرد مالی آنها قبل از خصوصی‌سازی (قبل از عرضه در بورس) باشد، آنگاه می‌توان ادعا کرد که دولت در تحقق هدف یاد شده موفق بوده است. در غیر این صورت، سیاست خصوصی‌سازی این شرکت‌ها، هدف ارتقای عملکرد مالی را محقق ننموده است.

بنابراین برای پاسخ به سؤال مقاله، عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌ها با استفاده از نه معیار حاشیه سود عملیاتی، حاشیه سود خالص، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، نسبت وجه نقد عملیاتی به دارایی‌ها، گردش دارایی‌ها، نسبت اهرمی، نسبت کیوتوین و ارزش افزوده اقتصادی ارزیابی می‌شود.

1. Lieberman.

2. Kocenda & Svejnar.

## ۲. مبانی نظری

### ۱-۲. تعاریف خصوصی سازی

تفکر خصوصی سازی با ایجاد فضای رقابت و نوعی نظام حاکم بر بازار، بنگاه‌ها و واحدهای خصوصی را مجبور می‌کند تا عملکرد کاراتری داشته باشند. بر پایه این ایده، تعاریف و نظریه‌های متعدد در برگیرنده ابعاد و اهداف مختلف خصوصی سازی ارائه شده است (متوسلی، ۱۳۷۳، ص ۷۵). «بیسلی و لیتل چایلد»<sup>۱</sup> معتقدند خصوصی سازی روشی است برای بهبود عملکرد فعالیت‌های اقتصادی از طریق افزایش نیروهای بازار، در صورتی که حداقل پنجاه درصد سهام آنها به بخش خصوصی واگذار شود. «ولجانوسکی»<sup>۲</sup> خصوصی سازی را به معنای انجام فعالیت‌های اقتصادی توسط بخش خصوصی یا انتقال مالکیت دارایی‌ها به بخش خصوصی می‌داند. «شوارتز»<sup>۳</sup> تعریف خصوصی سازی را برای کشورهای با اقتصاد متمرکز بسیار فراتر از انتقال مالکیت و تعدیل در مقررات می‌داند و می‌گوید: خصوصی سازی به معنای ایجاد نظام جدید براساس بازار و در نتیجه دگرگونی و تحول در ابعاد مختلف اقتصادی است (قالیباف اصل و رنجبر، ۱۳۸۴، ص ۱۱۹ به نقل از بیسلی و لیتل چایلد). «بس»<sup>۴</sup> خصوصی سازی را نشانه تعالی تفکر سرمایه‌داری و اعتماد به کارایی بازار در مقابل نبود اطمینان به کارایی بخش دولتی بیان می‌کند. خصوصی سازی اصطلاح فراگیر و متنوعی است که به واگذاری، کنترل عملیاتی یا مالی مؤسسات در مالکیت دولت به بخش خصوصی اشاره می‌کند یا به عبارت دیگر خصوصی سازی حذف هر نوع کنترل و دخالت در برقراری سازوکار عرضه و تقاضا است (کمیجانی، ۱۳۸۲، ص ۸۸ به نقل از بس).

### ۲-۲. پیش شرط‌های خصوصی سازی

باید اذعان کرد که موفقیت خصوصی سازی نیازمند پیش شرط‌هایی است که اجرای آنها، لازمه اجرای درست خصوصی سازی است. از جمله این پیش شرط‌ها می‌توان به این موارد اشاره کرد: الف) تعهد به خصوصی سازی در میان تصمیم‌گیران؛ ب) وجود انگیزه بالا و درجه حمایت بسیار در میان اعضای هیئت دولت نسبت به خصوصی سازی؛

1. Beesly and Little child.

2. Veljanovski.

3. Gerd Shwartz.

4. Bos.

ج) استقرار نهادهای لازم برای پیشبرد اهداف خصوصی سازی (از جمله شورای رقابت)؛ د) استقرار حاکمیت دموکراسی (زیرا در صورت نبود حاکمیت دموکراسی بر جامعه، خصوصی سازی به دلیل مورد تهدید قرار دادن منافع برخی گروه‌ها با ممانعت‌هایی مواجه می‌شود)؛ ه) انتخاب روش مناسب خصوصی سازی منطبق با شرایط کشور؛ و) هم جهت بودن مجموعه‌ای از سیاست‌های کلان اقتصادی و بخشی با خصوصی سازی (به عنوان مثال در کنار سیاست خصوصی سازی، مقررات زدایی به منظور ترویج رقابت، یکی از ملزومات اساسی است) (تقوی و همکاران، ۱۳۷۴، ص ۵۳-۵۴).

### ۲-۳. دلایل خصوصی سازی

کشورها خصوصی سازی را به دلایل مختلفی تجربه کرده‌اند. مؤسسه‌هایی نظیر صندوق بین‌المللی پول، بانک جهانی و بانک‌های توسعه منطقه‌ای به وضوح بر کشورهای در حال توسعه برای خصوصی سازی بنگاه‌های دولتی به عنوان یک تعدیل ساختاری همه جانبه فشار می‌آورند. چالش‌های داخلی نیز این فشارهای بین‌المللی را تشدید می‌کنند. این چالش‌ها عبارتند از: ضرورت انطباق با نیروهای متغیر بازار؛ ایجاد فرصت‌های شغلی جدید؛ افزایش سطح درآمد و کارایی عوامل تولید برای افزایش توان رقابت در اقتصاد جهانی. از مهم‌ترین دلایل دولت‌ها برای اجرای سیاست خصوصی سازی می‌توان موارد ذیل را برشمرد:

- در اقتصادهای سوسیالیستی (با برنامه‌ریزی متمرکز)، خصوصی سازی بنگاه‌های دولتی یک شرط لازم و نه کافی برای جهت‌گیری اقتصاد به سمت سیستم مبتنی بر بازار است.

- خصوصی سازی منجر به ایجاد رونق در بازار سرمایه و گسترش فرهنگ مشارکت در کشور می‌شود.

- شواهد نشان می‌دهد که در بیشتر کشورها، بسیاری از بنگاه‌های دولتی، ناکارآمد و غیر بهره‌ور هستند و نه تنها کمکی به افزایش منابع و درآمد دولت نمی‌کنند؛ بلکه به دلیل جذب انواع کمک‌ها و یارانه‌ها، باعث افزایش هزینه‌های دولت نیز می‌شوند.

- قیمت تمام شده کالاها و خدمات شرکت‌های دولتی به دلیل دریافت یارانه‌های مختلف شفافیت کافی را ندارد.

- به دلیل کنترل‌های بیش از حد و محدودکننده دولت بر بودجه و امور مالی شرکت‌های

دولتی، این شرکت‌ها استقلال کامل عملیاتی ندارند.  
- وابستگی زیاد بنگاه‌های دولتی به کمک‌ها، حمایت‌ها و منابع دولتی باعث می‌شود که در هنگام کاهش این کمک‌ها در روند عملیاتی این شرکت‌ها اختلال شدیدی به وجود آید.

- با خصوصی‌سازی می‌توان کارایی آن دسته از دارایی‌ها را که در بخش دولتی به‌طور بهینه استفاده نمی‌شود افزایش داد و از اتلاف منابع مالی دولت جلوگیری کرد و در نهایت کیفیت مدیریت منابع دولتی را ارتقاء بخشید.

- گسترش سهم بخش خصوصی در اقتصاد باعث تسهیل دستیابی به بازارهای خارجی، تکنولوژی پیشرفته، سرمایه و منابع مورد نیاز می‌شود. همچنین باعث گسترش بازار سرمایه و در نهایت افزایش کارایی اقتصادی و دستیابی به رشد و توسعه پایدار می‌شود.

- خصوصی‌سازی منجر به جلوگیری از انحصارهای آشکار و پنهان دولتی می‌شود. موارد یاد شده برخی از مهم‌ترین دلایل اتخاذ سیاست خصوصی‌سازی در بسیاری از کشورها است، اما امکان دارد در کشورهای مختلف با توجه به شرایط سیاسی، اجتماعی و اقتصادی، دلایل دیگری نیز مدنظر قرار گیرد که از اهمیت قابل توجهی برخوردار باشد. از طرف دیگر، دلایل جنبی دیگری نیز برای خصوصی‌سازی مطرح است که بیشتر مربوط به آثار جانبی مثبت خصوصی‌سازی می‌شود. برخی از این دلایل عبارتند از: افزایش منابع مالی با فروش دارایی‌ها و سهام شرکت‌های دولتی، کاهش حجم فعالیت‌های تصدی‌گری دولت و تمرکز دولت بر وظایف اصلی و حاکمیتی خود، گسترش حس مشارکت ملی بین مردم و... (رحیمی بروجردی، ۱۳۷۳، ص ۹۶-۹۷).

#### ۲-۴. اهداف خصوصی‌سازی

اهداف خصوصی‌سازی در هر کشور با توجه به سیاست‌ها، برنامه‌های اقتصادی و راهبردهای کلی جامعه مشخص می‌شود. در کشورهای توسعه‌یافته، دولت‌ها از اجرای فرایند خصوصی‌سازی به دنبال دستیابی به اهدافی همچون افزایش کارایی، کسب درآمد و کاهش بار مالی هستند. در حالی که در کشورهای در حال توسعه با توجه به وجود مشکلات و تنگناهای بیشتر، اهداف متعدد دیگری از جمله استفاده بهینه از منابع مالی شرکت‌ها، کاهش حجم دخالت دولت در اقتصاد، سپردن تخصیص منابع به

سازوکار خودسامان‌بخش بازار، مقابله با نقدینگی سرگردان اقتصاد، ایجاد فضای رقابتی امن برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، دستیابی به مهارت‌های نوین مدیریت، دسترسی به سرمایه و تکنولوژی خارجی و توزیع ثروت و درآمد بین اقشار مختلف جامعه نیز دنبال می‌شود (متوسلی، ۱۳۷۳، ص ۷۵). به‌طورکلی مهم‌ترین اهداف خصوصی‌سازی کاهش اندازه بخش دولتی و انتقال مالکیت؛ افزایش کارایی؛ کاهش کسری بودجه ناشی از پرداخت یارانه و کمک به جبران زیان شرکت‌های دولتی؛ مقررات‌زدایی و اصلاح قوانین؛ افزایش رقابت؛ ایجاد انگیزه در کارکنان شرکت‌ها و گسترش بازار سرمایه است (نظری، ۱۳۷۸، ص ۵۲).

### ۳. تجربه خصوصی‌سازی در ایران

در ایران براساس مصوبه مورخ ۱۳۷۰/۴/۱۶ و اصلاحیه مورخ ۱۳۷۱/۱/۱۶ توجه به اصول ۱۳۴ و ۱۳۸ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران و اهداف برنامه ۵ ساله اول، به‌منظور ارتقای کارایی فعالیت‌ها و کاهش حجم تصدی دولت در فعالیت‌های اقتصادی و خدماتی غیرضروری و نیز ایجاد تعادل اقتصادی و استفاده بهینه از امکانات کشور سیاست «واگذاری سهام متعلق به دولت و سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی» تصویب شد. در خردادماه سال ۱۳۷۳، هیئت وزیران فهرست ۳۹۱ شرکت دولتی را برای واگذاری از طریق بورس تصویب کرد که تعداد ۲۹۳ شرکت آن تحت پوشش سازمان صنایع ملی و تعداد ۵۴ شرکت تحت پوشش سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و مابقی شرکت‌ها متعلق به سایر شرکت‌های مادر تخصصی بودند. در تجدیدنظرهای بعدی، ۱۴ واحد دیگر به واحدهای مشمول واگذاری وزارت صنایع، یک شرکت به فهرست وزارت بهداشت، درمان و آموزش پزشکی و یک شرکت به فهرست وزارت نیرو اضافه شد. به این ترتیب مجموعه‌ای از شرکت‌ها برای واگذاری به بخش خصوصی انتخاب شدند، بدون اینکه سیاستی برای انتقال واحدهای تحت پوشش بنیادها، بانک‌ها و سایر مؤسسات دولتی ارائه شود (کمیجانی، ۱۳۸۲). در جدول شماره ۱ شرکت‌های واگذار شده توسط سازمان خصوصی‌سازی به تفکیک سهام عدالت، رد دیون و بخش خصوصی (بورس، مزایده و مذاکره) طی سال‌های ۱۳۷۰ تا ۱۳۸۸ ارائه شده است.

جدول ۱: ارزش واگذاری شرکت‌های دولتی توسط سازمان خصوصی‌سازی از سال ۷۰ تا ۸۸

درصد به کل	جمع ارزش واگذاری	ارزش به تفکیک روش واگذاری (میلیارد ریال)			سال واگذاری
		رد دیون	سهام عدالت	بخش خصوصی (بورس، مزایده، مذاکره)	
۰.۱	۲۶۶	-	-	۲۶۶	۱۳۷۰
۰.۰	۲۳۹	-	-	۲۳۹	۱۳۷۱
۰.۱	۲۸۸	-	-	۲۸۸	۱۳۷۲
۰.۲	۹۲۴	-	-	۹۲۴	۱۳۷۳
۰.۱	۵۱۶	-	-	۵۱۶	۱۳۷۴
۰.۲	۱,۰۹۱	-	-	۱,۰۹۱	۱۳۷۵
۰.۰	۱۷۳	-	-	۱۷۳	۱۳۷۶
۰.۱	۷۶۲	-	-	۷۶۲	۱۳۷۷
۰.۴	۲,۳۴۸	-	-	۲,۳۴۸	۱۳۷۸
۰.۳	۱,۷۲۲	-	-	۱,۷۲۲	۱۳۷۹
۰.۰	۲۰۱	-	-	۲۰۱	۱۳۸۰
۰.۶	۳,۱۱۸	-	-	۳,۱۱۸	۱۳۸۱
۱.۷	۹,۰۱۲	-	-	۹,۰۱۲	۱۳۸۲
۱.۲	۶,۴۹۶	-	-	۶,۴۹۶	۱۳۸۳
۰.۱	۷۶۴	-	-	۷۶۴	۱۳۸۴
۴.۸	۲۵,۳۹۰	-	۲۱,۷۳۵	۳,۶۵۵	۱۳۸۵
۴۴.۱	۲۳۳,۶۰۹	۲۷,۶۲۷	۱۶۰,۸۸۲	۴۵,۱۰۰	۱۳۸۶
۲۱.۶	۱۱۴,۵۸۹	۴۰,۵۳۱	۳۵,۰۰۰	۳۹,۰۵۸	۱۳۸۷
۲۴.۲	۱۲۸,۳۵۰	۵۰,۰۰۰		۷۸,۳۵۰	۱۳۸۸
۱.۰۰	۵۲۹,۸۵۸	۱۱۸,۱۵۸	۲۱۷,۶۱۷	۱۹۴,۰۸۳	جمع کل

مأخذ: سایت سازمان خصوصی‌سازی ([www.ipso.ir](http://www.ipso.ir))

با وجود این، طی سه دهه گذشته بی‌ثباتی سیاست‌ها و نوسان‌های شدید آن، مانع توسعه کشور در بخش‌های مختلف علمی، فرهنگی، اجتماعی و اقتصادی شده است. برای رفع این معضل، سند «چشم‌انداز جمهوری اسلامی ایران در افق ۱۴۰۴» شامل سیاست‌های کلی نظام برای ۲۰ سال آینده کشور تنظیم شد. در این سند، ضمن تشریح سیاست‌های کلی اقتصادی به‌ویژه در مورد خصوصی‌سازی، تکلیف‌های دشواری برای دولت مقرر شده است (پاکدامن، ۱۳۸۸، ص ۱۴۷).

برای نمونه، ذیل بند الف از سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، دولت از ورود به هر فعالیت اقتصادی جدید خارج از موارد صدر اصل ۴۴ منع و ملزم شده است حداکثر تا پایان برنامه چهارم توسعه، این‌گونه فعالیت‌ها را به بخش‌های تعاونی، خصوصی و عمومی

غیردولتی واگذار کند (پاکدامن، ۱۳۸۸، ص ۱۵۰).  
در راستای اجرای اصل ۴۴، سهام شرکت ملی صنایع مس ایران به‌عنوان اولین شرکت مشمول اصل ۴۴ در سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شد. از تاریخ عرضه سهام این شرکت تا انتهای سال مالی ۱۳۸۸، تعداد ۱۳ شرکت مشمول اصل ۴۴ در بورس اوراق بهادار عرضه شده است که در جدول ۲، اسامی و برخی اطلاعات مالی آنها ارائه شده است.

جدول ۲: شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ عرضه‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۸۸

نام شرکت	تاریخ پذیرش در بورس	تاریخ عرضه سهام	قیمت عرضه اولیه هر سهم	آخرین سرمایه
ملی مس	۱۳۸۵/۰۷/۱۹	۱۳۸۵/۱۱/۱۵	۳,۶۵۵	۵,۷۸۹,۶۴۵
فولاد مبارکه	۱۳۸۵/۱۲/۰۷	۱۳۸۵/۱۲/۲۰	۱,۹۰۰	۱۵,۸۰۰,۰۰۰
ایرالکو	۱۳۷۵/۰۵/۰۹	۱۳۸۶/۰۳/۲۱	۱۲,۰۰۰	۱۶۵,۰۰۰
فولاد خوزستان	۱۳۸۶/۰۵/۰۹	۱۳۸۶/۰۵/۱۶	۳,۳۵۰	۲,۱۹۲,۰۰۰
پتروشیمی فن‌آوران	۱۳۸۶/۰۹/۲۶	۱۳۸۶/۱۱/۱۴	۶,۷۵۰	۹۵۰,۰۰۰
کشتیرانی ج.ا.ایران	۱۳۸۷/۰۲/۱۷	۱۳۸۷/۰۲/۲۸	۳,۵۲۱	۵,۰۰۰,۰۰۰
مخابرات	۱۳۸۷/۰۴/۲۹	۱۳۸۷/۰۵/۱۶	۱,۵۰۰	۴۵,۸۷۴,۶۵۶
بانک ملت	۱۳۸۷/۱۱/۲۲	۱۳۸۷/۱۱/۳۰	۱,۰۵۰	۱۳,۱۰۰,۰۰۰
بانک تجارت	۱۳۸۸/۰۲/۲۸	۱۳۸۸/۰۹/۰۲	۱,۲۰۴	۱۰,۴۳۷,۳۸۴
بانک صادرات	۱۳۸۸/۰۳/۰۲	۱۳۸۸/۰۳/۱۹	۱,۰۰۱	۱۶,۸۰۳,۰۰۰
حفاری شمال	۱۳۸۸/۰۴/۱۰	۱۳۸۸/۰۴/۳۱	۱,۴۰۰	۲,۶۰۵,۴۰۵
بیمه البرز	۱۳۸۸/۰۷/۰۵	۱۳۸۸/۰۷/۱۵	۶,۲۹۳	۴۰۰,۰۰۰
بیمه آسیا	۱۳۸۸/۰۹/۲۴	۱۳۸۸/۱۰/۰۲	۱,۴۸۶	۴۵۵,۰۰۰

مأخذ: سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران ([www.irbourse.com](http://www.irbourse.com))

#### ۴. پیشینه تحقیق

##### ۴-۱. نتایج پژوهش‌های خارجی

پژوهش‌های بسیاری در کشورهای مختلف در مورد خصوصی‌سازی انجام شده است که از جمله می‌توان به تحقیقی در کشور سوئد توسط «تاتاهی و حشمتی»<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) اشاره کرد. در این تحقیق تغییرات عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌های واگذارشده به

1. Tatahi & Heshmati.



بخش خصوصی کشور سوئد در دوره زمانی ۱۹۸۹-۲۰۰۷ بررسی شده است. برای بررسی عملکرد این شرکت‌ها دو روش متفاوت استفاده شده است که در روش نخست داده‌های حسابداری دو سال قبل و دو سال بعد از واگذاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها با استفاده از شاخص‌هایی مانند سودآوری، کارایی عملیاتی، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای، ساختار سرمایه، اشتغال و نقدینگی به‌کار برده شده‌اند. نتایج تفاوت معناداری در عملکردها را نشان نمی‌دهد. روش دوم بررسی عملکرد مالی براساس بازده غیرعادی سهام این شرکت‌هاست که امکان مقایسه عملکرد آنها را با شرکت‌های عرضه اولیه IPO<sup>۱</sup> همان دوره امکان‌پذیر می‌کند. نتایج تحقیق تفاوت معناداری بین بازده‌های این دو گروه را نشان می‌دهد. بنابراین خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی در کشور سوئد در مقایسه با سایر کشورها به‌طوری‌که انتظار آن می‌رفت، موفق نبوده است (تاتاهی و حشمتی، ۲۰۰۹، ص ۱).

«مانوما و تانکو»<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) عوامل بهبود عملکرد شرکت‌های خصوصی‌سازی شده فعال در بخش بیمه نیجریه را بررسی کرده‌اند. میانگین‌های قبل و بعد از خصوصی‌سازی برای سودآوری، رشد محصول، اشتغال، سود سهام، اهرم مالی و کارایی عملیاتی برای دوره ده ساله محاسبه و با استفاده از آزمون ویلکاکسون، معناداری هر متغیر بررسی شده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها برای تمامی شرکت‌های بیمه خصوصی‌سازی شده فرض بهبود کارایی عملیاتی پس از خصوصی‌سازی را تأیید کرده است.

تحقیق دیگر در سه کشور مجارستان، چکسلواکی و لهستان توسط «آسینگ و جلیک»<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) با عنوان عملکرد عملیاتی شرکت‌های خصوصی‌سازی شده در اقتصادهای در حال گذار اروپای مرکزی انجام شده و شواهدی از بهبود معناداری عملکرد برای شش سال بعد از خصوصی‌سازی یافت نشده است. برخلاف شواهد کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته، شرکت‌های خصوصی‌سازی شده در این نمونه بهبود معناداری در سودآوری، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای، کارایی و محصول نشان ندادند. با این حال کاهش معنادار در اشتغال و افزایش در سطح اهرم مالی را تجربه کردند. در میان کشورهای نمونه،

1. Initial public offering.

2. Mainoma & Tanko.

3. Aussenegg & Jelic.

کشور مجارستان در زمینه سودآوری بهتر بود؛ در حالی که اهرم مالی شرکت‌های کشور چکسلواکی افزایش یافت و در مقایسه با دو کشور دیگر، کاهش در محصول را تجربه کرد. این نتیجه نشان می‌دهد که خصوصی‌سازی در اقتصادهای در حال تحول اثر چندانی بر عملکرد ندارد (آسینگ و جلیک، ۲۰۰۶، ص ۱۱).

#### ۲-۴. نتایج تحقیقات داخلی

تقوی (۱۳۷۳) عملکرد خصوصی‌سازی دولت را از دیدگاه نظری بررسی و نقایص و مشکلات اجرای این سیاست را مطرح و پیشنهادهایی را برای بهبود بیان کرده است. وی معتقد است به‌رغم آنکه در برنامه دولت هدف از خصوصی‌سازی ارتقای کارایی، ایجاد تعادل اقتصادی و استفاده بهینه از امکانات کشور بیان شده است، اما در واقع مهم‌ترین انگیزه خصوصی‌سازی، انگیزه مالی است و هدف دولت کاهش بار هزینه‌های رو به رشد خود است. تقوی در نهایت عملکرد خصوصی‌سازی را در راستای دستیابی به هدف ارتقای کارایی، موفق ندانسته و عدم کامیابی خصوصی‌سازی را ناشی از: الف) تعیین غیرواقع‌گرایانه هدف‌ها؛ ب) فقدان برنامه جامع و وجود شتابزدگی؛ ج) خصوصی‌سازی بدون بازسازی؛ د) تخصص غیرکافی و ه) اشکالات بازار سرمایه می‌داند.

آقاجانی (۱۳۸۰) تأثیر خصوصی‌سازی را بر ابعاد مالی تداوم فعالیت شرکت‌ها بررسی کرده است. در این تحقیق تغییرات نسبت‌های مالی که بیانگر تأثیر عملکرد مدیریت بر ابعاد مالی است، مطالعه شده است. دوره زمانی تحقیق شامل یک دوره نه‌ساله (۱۳۷۰-۱۳۷۸) است و عملکرد شرکت‌ها در سه سال قبل و شش سال بعد از خصوصی‌سازی ارزیابی شده است. نتایج نشان می‌دهد که متوسط نسبت‌ها بعد از خصوصی‌سازی نسبت به دوره قبل از آن تفاوت زیادی نداشته است. یعنی خصوصی‌سازی باعث بهبود ابعاد مالی این شرکت‌ها نشده است.

اکبرزاده و پنهان (۱۳۸۷) با استفاده از طرح تحقیق پیش‌رویداد - پس‌رویداد، تأثیر فرایند خصوصی‌سازی بر عملکرد مالی این شرکت‌ها را طی سال‌های ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۶ آزمون کرده‌اند. نتایج نشان از رابطه معنادار در این گروه شرکت‌ها و تأیید تأثیرپذیری عملکرد مالی از فرایند خصوصی‌سازی است (ص ۴۵).

هرچند مطالعاتی همانند موارد یاد شده در مورد خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است، اما در زمینه ارزیابی عملکرد شرکت‌های واگذار

شده در قالب اصل ۴۴ قانون اساسی، این پژوهش نخستین تحقیق از تاریخ واگذاری اولین شرکت مشمول اصل ۴۴ (۲۵ بهمن ۱۳۸۵) تاکنون است. دیگر نوآوری مقاله این است که برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های صدر اصل ۴۴، هم از نسبت‌های سودآوری (حاشیه سود خالص و بازده دارایی) و اهرمی و هم از میانگین کیوتوبین و ارزش افزوده اقتصادی استفاده شده است؛ درحالی‌که در مطالعات پیشین یا فقط از نسبت‌های سودآوری و اهرمی استفاده شده است یا از کیوتوبین و ارزش‌افزوده اقتصادی و بازاری.

##### ۵. فرضیه‌های تحقیق

هدف مقاله، بررسی شاخص‌های عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از واگذاری است. بر این اساس فرضیه زیر بررسی و آزمون شده است:

«میانگین شاخص عملکرد شرکت‌های صدر اصل ۴۴ قبل و بعد از واگذاری تفاوت معناداری دارد.»

شاخص‌های اندازه‌گیری عملکرد در این تحقیق عبارتند از: حاشیه سود خالص (نسبت سود خالص به فروش) NI، حاشیه سود عملیاتی (نسبت سود عملیاتی به فروش) OP، بازده حقوق صاحبان سهام (نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) ROE، بازده دارایی‌ها (نسبت سود عملیاتی به جمع دارایی‌ها) ROA، نسبت وجه نقد عملیاتی به دارایی OCFA، گردش دارایی‌ها (فروش به دارایی) SA، نسبت اهرمی (بدهی به دارایی) DR، نسبت کیوتوبین (Q) و ارزش افزوده اقتصادی (EVA).

##### ۶. داده‌های آماری، جامعه و نمونه تحقیق

قلمرو زمانی این تحقیق از تاریخ عرضه شرکت صنایع ملی مس به‌عنوان اولین شرکت اصل ۴۴ در بورس اوراق بهادار (در تاریخ ۱۳۸۵/۱۱/۲۵) تا پایان سال ۱۳۸۸ است. قلمرو مکانی نیز در مورد واگذاری شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ که در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده‌اند، است. در دوره تحقیق، سهام ۱۲ شرکت دیگر مشمول اصل ۴۴ در بورس عرضه شده است. بنابراین جامعه آماری، ۱۳ شرکت مشمول اصل ۴۴ است که در جدول شماره ۲، اسامی و سایر اطلاعات مالی این شرکت‌ها ارائه شده است.

### ۷. تعریف متغیرهای مورد مطالعه

نحوه اندازه‌گیری شاخص‌های عملکرد در قسمت فرضیه‌ها توضیح داده شد. فقط نسبت کیوتوبین و ارزش افزوده اقتصادی در ادامه توضیح داده می‌شود:  
نسبت کیوتوبین (Q) به صورت زیر است:

$$\text{نسبت کیوتوبین (Q)} = \frac{\text{ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام} + \text{ارزش دفتری بدهی‌ها}}{\text{ارزش جایگزینی دارایی‌ها}}$$

با توجه به اینکه اطلاعات قیمتی شرکت‌ها قبل از واگذاری وجود ندارد، با استفاده از نسبت PE متوسط صنعت، قیمت فرضی (برآوردی) برای ۲ سال قبل از واگذاری محاسبه شده است.  
**ارزش افزوده اقتصادی (EVA):** شاخص عملکردی شرکت‌ها با در نظر گرفتن هزینه سرمایه است. برای محاسبه بازده مورد انتظار سهام‌داران به منظور محاسبه هزینه سرمایه به ضریب بتا نیاز است که با توجه به نبود قیمت معاملاتی و عدم امکان محاسبه بازدهی، از ضریب بتای شرکت‌های مشابه در بورس پس از تعدیل‌های مربوط به اهرم مالی استفاده شد؛ بنابراین ضریب بتای شرکت‌های مشابه ابتدا بدون اهرم<sup>۱</sup> شده و سپس براساس اهرم شرکت مورد محاسبه، تعدیل<sup>۲</sup> انجام شده است.

$$EVA = NOPAT - (WACC * Capital)$$

Capital سرمایه به کاررفته؛ NOPAT سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و WACC میانگین موزون هزینه سرمایه است.

### ۸. داده‌ها و روش تجزیه و تحلیل آنها

در این مقاله ابتدا برخی نسبت‌های سودآوری (حاشیه سود عملیاتی، حاشیه سود خالص، بازده ارزش ویژه، بازده دارایی‌ها، بازده وجه نقد عملیاتی به دارایی‌ها)، گردش دارایی‌ها، نسبت اهرمی، نسبت کیوتوبین و ارزش افزوده اقتصادی حداقل دو سال قبل و بعد از واگذاری و میانگین آنها محاسبه شده است. جدول شماره ۳ میانگین معیارهای یاد شده را برای قبل و بعد از واگذاری شرکت‌ها نشان می‌دهد.  
قبل از آزمون تفاوت میانگین شاخص‌های عملکرد قبل و بعد از واگذاری، ابتدا

1. Unlevered Beta.

2. Levered Beta.

3. Kolmogorov – Smirnov.

نرمال بودن داده‌ها با استفاده از آزمون «کولموگروف-اسمیرنوف»<sup>۳</sup> بررسی شده است. در صورت نرمال بودن از آزمون‌های پارامتریک مقایسه زوجی و در صورت غیرنرمال بودن از آزمون‌های ناپارامتریک از جمله آزمون بررسی تفاوت میانه‌ها یعنی ویلکاکسون و من‌ویتنی استفاده خواهد شد.

جدول ۳: میانگین متغیرهای تحقیق دو سال قبل و دو سال بعد از واگذاری

نام شرکت	حاشیه سود عملیاتی		حاشیه سود خالص		بازده حقوق صاحبان سهام		بازده دارایی		وجه نقد عملیاتی به دارایی	
	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد
صنایع ملی مس	٪۴۳	٪۴۹	٪۲۵	٪۵۳	٪۶۰	٪۵۲	٪۲۹	٪۳۷	٪۲۲	٪۸۰
فولاد مبارکه	٪۳۳	٪۴۵	٪۳۰	٪۳۲	٪۳۰	٪۳۶	٪۲۰	٪۳۲	٪۲۰	٪۴۸
ایرالکو	٪۱۶	٪۲	٪۱۰	٪۳-	٪۳۳	٪۱۱۷-	٪۲۶	٪۴	٪۳۲	٪۳
فولاد خوزستان	٪۱۷	٪۲۳	٪۹	٪۱۰	٪۲۳	٪۳۳	٪۱۳	٪۲۱	٪۱۸	٪۲۳
پتروشیمی فن‌آوران	٪۵۹	٪۳۴	٪۵۰	٪۳۴	٪۴۸	٪۴۰	٪۲۷	٪۱۷	٪۱۲	٪۳۸
مخابرات	٪۴۳	٪۸۰	٪۴۱	٪۸۷	٪۳	٪۱۱	٪۳	٪۸	٪۱	٪۲۶
کشتیرانی ج.ا.ایران	٪۲۹	٪۱۱	٪۲۶	٪۷	٪۳۷	٪۸	٪۲۶	٪۶	٪۵۸	٪۱۲-
بانک ملت	٪۱۰	٪۱۲	٪۸	٪۱۰	٪۱۴	٪۲۱	٪۱	٪۱	٪۰	٪۷
بانک تجارت	٪۱۴	٪۱۴	٪۱۲	٪۱۱	٪۱۸	٪۱۶	٪۱	٪۱	٪۵	٪۴
بانک صادرات	٪۱۳	٪۲۱	٪۱۳	٪۲۰	٪۱۱	٪۱۹	٪۱	٪۲	٪۳	٪۹
حفاری شمال	٪۳۶	٪۳۲	٪۳۱	٪۳۰	٪۹	٪۲۱	٪۸	٪۱۷	٪۷	٪۲۳
بیمه البرز	٪۱۱	٪۹	٪۹	٪۹	٪۲۸	٪۲۴	٪۶	٪۴	٪۵	٪۱۳
بیمه آسیا	٪۲	٪۳	٪۲	٪۲	٪۱۲	٪۱۴	٪۱	٪۲	٪۴-	٪۲
میانگین	٪۲۵	٪۲۶	٪۲۱	٪۲۳	٪۲۵	٪۱۴	٪۱۲	٪۱۲	٪۱۴	٪۲۰

ادامه جدول ۳: میانگین متغیرهای تحقیق دو سال قبل و دو سال بعد از واگذاری

نام شرکت	گردش دارایی		نسبت اهرمی		نسبت کیوتوبین		ارزش افزوده اقتصادی	
	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد
صنایع ملی مس	٪۶۷	٪۶۸	٪۵۹	٪۲۸	۱.۶۰	۱.۵۰	۲.۶۱۷,۷۵۸	۲,۳۵۴,۱۳۵
فولاد مبارکه	٪۶۱	٪۶۸	٪۲۸	٪۳۷	۱.۲۹	۱.۲۳	۱,۰۴۴,۶۰۶-	۱,۸۷۶,۹۴۷
ایرالکو	٪۲۰۷	٪۶۶	٪۲۷	٪۸۳	۱.۳۶	۲.۵۶۲	۱۹۹,۴۷۷	۱۶۹,۶۵۵-
فولاد خوزستان	٪۷۵	٪۹۴	٪۶۹	٪۶۸	۱.۳۲	۱.۴۱	۱۰۰,۹۱۱-	۷۳۲,۲۰۴
پتروشیمی فن‌آوران	٪۴۵	٪۴۴	٪۵۳	٪۶۰	۱.۸۰	۱.۲۵	۳۳۳,۷۹۲-	۲۰۱,۸۹۵
مخابرات	٪۴	٪۱۴	٪۳۰	٪۲۴	۱.۰۳	۱.۱۸	۱۰,۰۳۱,۳۳۵-	۳,۰۸۰,۰۶۲-
کشتیرانی ج.ا.ایران	٪۸۹	٪۲۵	٪۳۷	٪۵۰	۱.۱۴	۱.۴۷	۶,۵۹۵,۶۸۸	۵,۱۷۷,۴۲۳-
بانک ملت	٪۸	٪۹	٪۹۶	٪۹۶	۰.۹۹	۱.۰۰	۱۴,۳۵۳,۵۴۸-	۹۴۴,۳۳۵-
بانک تجارت	٪۸	٪۹	٪۹۵	٪۹۴	۰.۹۸	۰.۹۹	۵,۲۹۳,۰۹۴	۱۰,۷۷۶,۵۲۱-
بانک صادرات	٪۹	٪۹	٪۹۰	٪۹۱	۰.۹۷	۰.۹۹	۲,۴۳۷,۵۱۹-	۴۸۳,۸۹۹-
حفاری شمال	٪۲۶	٪۷۴	٪۲۲	٪۲۷	۱.۱۲	۱.۹۴	۶۳۷,۸۶۲-	۴۷۳,۹۱۵-
بیمه البرز	٪۵۲	٪۶۰	٪۸۳	٪۸۴	۱.۲۰	۱.۳۸	۳۷,۲۰۳	۱۴,۳۰۲
بیمه آسیا	٪۶۴	٪۷۹	٪۹۰	٪۹۱	۱.۰۱	۱.۱۸	۳۷۲,۲۸۰-	۲۳,۱۵۷-
میانگین	٪۵۵	٪۴۸	٪۶۱	٪۶۴	۱.۲۲	۳.۱۶	۱,۱۱۹,۸۸۷-	۱,۲۰۹,۴۹۹-

مأخذ: نتایج معیارهای ارزیابی محاسبه‌شده توسط محققان با استفاده از داده‌های خام موجود در سایت کدال

(www.codal.ir)

## ۹. نتایج تحقیق

در جدول زیر نتایج بررسی نرمال بودن داده‌ها دو سال قبل و بعد از واگذاری ارائه شده است:

جدول ۴: آزمون نرمال بودن داده‌ها

شاخص‌های ارزیابی	وضعیت	سطح خطا	سطح معناداری	نتیجه آزمون
(حاشیه سود عملیاتی)	قبل	۵٪	۵۳٪	نرمال
	بعد	۵٪	۸۶٪	نرمال
(حاشیه سود خالص)	قبل	۵٪	۴۰٪	نرمال
	بعد	۵٪	۴۸٪	نرمال
(بازده حقوق صاحبان سهام)	قبل	۵٪	۹۶٪	نرمال
	بعد	۵٪	۶٪	نرمال
(بازده دارایی)	قبل	۵٪	۷۴٪	نرمال
	بعد	۵٪	۴۷٪	نرمال
(وجه نقد عملیاتی به دارایی)	قبل	۵٪	۶۵٪	نرمال
	بعد	۵٪	۸۷٪	نرمال
(گردش دارایی)	قبل	۵٪	۶۵٪	نرمال
	بعد	۵٪	۶۴٪	نرمال
(بدهی به دارایی)	قبل	۵٪	۷۳٪	نرمال
	بعد	۵٪	۶۳٪	نرمال
(نسبت کیوتوبین)	قبل	۵٪	۸۵٪	نرمال
	بعد	۵٪	۳٪	غیرنرمال
(ارزش افزوده اقتصادی)	قبل	۵٪	۲۸٪	نرمال
	بعد	۵٪	۱۹٪	نرمال

مأخذ: نتایج خروجی نرم افزار Eviews

به جز میانگین نسبت کیوتوبین، میانگین تمامی داده‌ها بعد از واگذاری نرمال است. جدول ۵ میانگین و انحراف معیار شاخص‌های عملکرد، قبل و بعد از واگذاری را نشان می‌دهد.

جدول ۵: میانگین و انحراف معیار شاخص‌های عملکرد، قبل و بعد از واگذاری

	OP		NI		ROE		ROA	
	میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار
قبل از خصوصی سازی	0.2508	0.1675	0.2123	0.1507	0.2508	0.1652	0.1246	0.1149
بعد از خصوصی سازی	0.2577	0.2217	0.2323	0.2468	0.1362	0.4119	0.1169	0.1217
تمام داده‌ها	0.2542	0.1925	0.2223	0.2006	0.1935	0.3130	0.1208	0.1160

	OCFA		SA		DR		EVA	
	میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار
قبل از خصوصی سازی	0.1377	0.1683	0.5500	0.5401	0.6146	0.2714	-1,119,887	5,600,990
بعد از خصوصی سازی	0.1954	0.2333	0.4762	0.3066	0.6408	0.2794	-1,209,499	3,468,464
تمام داده‌ها	0.1665	0.2015	0.5131	0.4319	0.6277	0.2702	-1,164,693	4,564,507

مأخذ: نتایج خروجی نرم افزار Eviews

برای بررسی تفاوت یا تساوی میانگین‌ها پس از بررسی نرمال بودن باید تفاوت یا تساوی واریانس‌ها بررسی شوند. در جدول شماره ۶ با استفاده از انواع آزمون‌های موجود، نتایج این بررسی نشان داده شده است.

جدول ۶: نتایج آزمون مقایسه واریانس‌ها (مقادیر احتمال)

نوع آزمون	OP	NI	ROE	ROA	OCFA	SA	DR	EVA
<b>F-test</b>	0.3441	0.1008	0.0035	0.8466	0.2723	0.0610	0.9219	0.1103
<b>Siegel-Tukey</b>	0.5212	0.4826	0.6079	0.5354	0.5724	0.8171	0.8239	0.6081
<b>Bartlett</b>	0.3440	0.1008	0.0035	0.8465	0.2722	0.0610	0.9219	0.1103
<b>Levene</b>	0.5075	0.2675	0.4180	0.9600	0.3847	0.4448	0.8862	0.3627
<b>Brown-Forsythe</b>	0.6223	0.5134	0.5398	0.8183	0.4326	0.4405	0.9134	0.3770

مأخذ: نتایج خروجی نرم‌افزار Eviews

براساس نتایج جدول ۶، واریانس‌های قبل و بعد به‌جز واریانس بازده حقوق صاحبان سهام قبل و بعد از واگذاری که با رنگ خاکستری نشان داده شده، برابر هستند. در جدول شماره ۷ نتایج بررسی تفاوت یا تساوی میانگین‌ها با استفاده از انواع آزمون‌ها ارائه شده است.

جدول ۷: نتایج آزمون مقایسه میانگین‌ها (مقادیر احتمال)

نوع آزمون	OP	NI	ROE	ROA	OCFA	SA	DR	EVA
<b>t-test</b>	0.9292	0.8052	0.3610	0.8698	0.4766	0.6720	0.8108	0.9613
<b>Satterthwaite-Welch t-test*</b>	0.9292	0.8056	0.3658	0.8698	0.4773	0.6730	0.8108	0.9614
<b>Anova F-test</b>	0.9292	0.8052	0.3610	0.8698	0.4766	0.6720	0.8108	0.9613
<b>Welch F-test*</b>	0.9292	0.8056	0.3658	0.8698	0.4773	0.6730	0.8108	0.9614

\*برای مواردی که واریانس‌ها برابر نیستند.

براساس نتایج جدول ۷، میانگین تمامی متغیرها قبل و بعد از واگذاری برابر است. به بیان دیگر با سطح اطمینان ۹۵ درصد تفاوت معناداری بین شاخص‌های عملکرد قبل و بعد از واگذاری وجود ندارد. همچنین در مورد شاخص کیوتوبین که داده‌های آن دارای توزیع نرمال نبود از آزمون‌های ناپارامتریک برای بررسی میانه قبل و بعد از واگذاری استفاده شد که نتیجه در جدول ۸ درج شده است.

جدول ۸: نتایج آزمون مقایسه میانه‌ها برای متغیر کیوتوبین (مقادیر احتمال)

نوع آزمون	احتمال
Wilcoxon/Mann-Whitney	0.2382
Wilcoxon/Mann-Whitney (tie-adj.)	0.2378
Med. Chi-square	0.2393
Adj. Med. Chi-square	0.4328
Kruskal-Wallis	0.2282
Kruskal-Wallis (tie-adj.)	0.2278
van der Waerden	0.1914

	میانه
قبل	1.1400
بعد	1.2500
تمام داده‌ها	1.2150

مأخذ: نتایج خروجی نرم‌افزار Eviews

براساس اعداد جدول ۸، میانه شاخص کیوتوبین قبل و بعد از واگذاری برابر است. به بیان دیگر با سطح اطمینان ۹۵ درصد تفاوت معناداری بین شاخص‌های عملکرد قبل و بعد از واگذاری وجود ندارد. تساوی این متغیرها قبل و بعد از خصوصی‌سازی به معنای تأثیر نداشتن خصوصی‌سازی در بهبود متغیرهای اقتصادی است. البته این موضوع نیز باید مورد توجه قرار گیرد که شاید برای مشاهده کامل تأثیر خصوصی‌سازی، باید سال‌های بیشتری منتظر ماند تا آثار کامل خصوصی‌سازی امکان تحقق یابند. به هر حال در خصوص شرکت‌های بزرگ مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی، تفاوت‌های اساسی در اداره امور شرکت‌ها و همچنین شرایط شرکت‌ها مشاهده نمی‌شود تا در عملکرد شرکت‌ها نیز مؤثر باشد.

#### ۱۰. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

یکی از اهداف اساسی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی مطابق بند یک اصل ۱۱۰ بهبود و ارتقای عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی است. برخی تحقیقات پیشین در مورد خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران (از قبیل مطالعات آقاجانی (۱۳۸۰)، اکبرزاده و پناهیان (۱۳۸۷) و مشایخ و



اسماعیلی (۱۳۸۵) و... تأثیر خصوصی سازی بر بهبود عملکرد شرکت‌ها را تأیید نکرده و برخی دیگر از تحقیقات (از قبیل مطالعات صامتی (۱۳۸۶) و علی محمدی (۱۳۸۸) و...) نیز تأثیر خصوصی سازی بر بهبود عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌ها را تأیید کرده‌اند.

این مقاله اولین پژوهش در زمینه ارزیابی عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی، قبل و بعد از واگذاری در بورس اوراق بهادار تهران است. برای مقایسه ارزیابی عملکرد مالی قبل و بعد از واگذاری این شرکت‌ها، از نه معیار حاشیه سود عملیاتی، حاشیه سود خالص، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، نسبت وجه نقد عملیاتی به دارایی‌ها، گردش دارایی‌ها، نسبت اهرمی، نسبت کیوتوبین و ارزش افزوده اقتصادی استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که مقدار شاخص‌های عملکرد قبل و بعد از واگذاری تفاوت معناداری نداشته است. بنابراین، عملکرد مالی شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی پس از واگذاری در بورس اوراق بهادار تهران به صورت معناداری بهبود نیافته است.

به دلیل عدم تغییر در ساختار مدیریت و نحوه اداره شرکت‌های یاد شده قبل و بعد از واگذاری و عرضه درصد کمی از سهام (به طور میانگین کمتر از ۱۵ درصد) از طریق بورس و همچنین بی‌اثر بودن اعطای سهام عدالت در بهبود بهره‌وری شرکت‌ها، شاخص‌های عملکردی بهبود نیافته است. بالابودن درصد سهام شناور آزاد، تغییر نکردن نظام مدیریتی شرکت‌ها پس از عرضه، درصد بالای سهام عدالت که در حقیقت به افزایش بهره‌وری مربوط نیست و وقوع تحریم‌ها در زمان خصوصی سازی و بعد از آن را می‌توان از جمله موارد عدم بهبود برشمرد.

بر اساس قانون اصل ۴۴<sup>۱</sup>، چهل درصد سهام مشمول خصوصی سازی به سهام‌داران عدالت و بیست درصد به دولت تعلق خواهد داشت. بیست درصد نیز از طریق بورس به عموم مردم قابل عرضه است که البته درصد کمتری از این مقدار عرضه شده است. از طرفی کانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی به نمایندگی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری به اداره مجامع و تعیین اعضای هیئت مدیره می‌پردازند. بنابراین در بهترین حالت ۶۰ درصد سهام شرکت‌های واگذار شده به صورت گذشته اداره می‌شوند. نکته دیگر تشدید تحریم‌های اقتصادی به صورت تدریجی در طول سال‌های اخیر است که تا حدی فشارهای اقتصادی

۱. قانون اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران و اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی.

ناشی از تحریم را پس از خصوصی سازی بیش از قبل از آن کرد. همچنین ثبات شرایط محیطی شرکت ها قبل و بعد از خصوصی سازی را می توان عاملی برای عدم بهبود متغیرهای مالی شرکت ها پس از خصوصی سازی دانست. به بیان دیگر شرایط کسب و کار و همچنین قوانین حمایتی از آن یا حذف موانع کسب و کار در عمل دیده نمی شود و فقط می توان گفت مالکیت سهام تغییر یافته است. هر چند این مقاله در مقام بیان علت نبوده است؛ با این حال مواردی از این دست در عدم افزایش بهبود شاخص های مالی شرکت های خصوصی سازی شده می تواند مؤثر باشد.

### منابع

- آقاجانی، ناصر (۱۳۸۰)، بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر ابعاد مالی جهت تداوم فعالیت شرکت‌ها، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.
- اکبرزاده، حمید و حسین پنهان (۱۳۸۷)، «تعیین و ارزیابی اثرات خصوصی‌سازی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مطالعات مالی و مدیریت اوراق بهادار، ش ۱.
- پاکدامن، رضا (۱۳۸۸)، رویکردهای اجرایی و مبنای قانونی خصوصی‌سازی، تهران: انتشارات مرکز آموزش و تحقیقات صنعتی ایران، چ اول.
- پژوهشکده امور اقتصادی (۱۳۸۷)، سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، چ ۱، تهران.
- تقوی، مهدی (۱۳۷۳)، «خصوصی‌سازی در برنامه اول توسعه اقتصادی جمهوری اسلامی ایران»، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱.
- تقوی، مهدی و دیگران (۱۳۷۴)، خصوصی‌سازی از تئوری تا عمل، تهران: انتشارات آگاه، چ اول.
- رحیمی بروجردی، علیرضا (۱۳۷۳)، سیاستهای اقتصاد کلان و اصلاحات ساختاری، موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، چاپ اول.
- صامتی، مجید و مرتضی سامتی و زین‌العابدین صادقی و جواد گازی (۱۳۸۶)، «بررسی اثرات خصوصی‌سازی بر کارایی واحدهای ذخیره‌سازی گندم شرکت بازرگانی دولتی ایران»، پژوهشنامه بازرگانی، ش ۴۴.
- علی‌محمدی، فرهاد (۱۳۸۸)، بررسی مقایسه‌ای عملکرد شرکت‌های خصوصی‌سازی شده قبل و بعد از واگذاری، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.
- قالیباف اصل، حسن و فائزه رنجبر درگاه (۱۳۸۴)، «بررسی اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها (تجربه خصوصی‌سازی در ایران)»، تحقیقات مالی، ش ۱۹.
- کمپجانی، اکبر (۱۳۸۲)، ارزیابی عملکرد سیاست خصوصی‌سازی در ایران، تهران: وزارت امور اقتصادی و دارایی، معاونت اقتصادی.
- متوسلی، محمود (۱۳۷۳)، خصوصی‌سازی یا ترکیب مطلوب دولت و بازار، تهران: مؤسسه مطالعات پژوهش‌های بازرگانی، چ اول.

مشایخ، شهناز و مریم اسماعیلی (۱۳۸۵)، « بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری شرکتها قبل و بعد از عرضه در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۳، ش ۳.

نظری، رضا (۱۳۷۸)، ارزیابی آثار خصوصی سازی بر عملکرد و بازدهی شرکتهای واگذار شده به بخش خصوصی، رساله دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.

Aussenegg, W. & R. Jelic (2006). "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms in Central European Transition Economies", [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=933116](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933116).

Kocenda, E. & J. Svejnar (2002), "The Effects of Ownership From and Concentration on Firm Performance after Large- scale Privatization", *Working paper, William Davidson Institute*, No. 471.

Lieberman, I. W. (1995), "Mass Privatization in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union: A Comparative Analysis", *The World Bank*, Washington DC.

López-De-Silanes, F. (1997), "Privatization in the United States", *Journal of Economics*, XXVIII, autumn.

Mainoma, M.A.M, Tanko, M (2008), "Source of Performance Improvement for Privatized", [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), *working paper series*.

Tatahi, M. & A. Heshmati (2009), "The Financial and Operating Performance of Privatized Firms in Sweden", *IZA discussion paper*, No. 3953.