

## تحلیل تأثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام در ایران

### حسین رضایی دولت آبادی<sup>۱\*</sup>، سعید صمدی<sup>\*</sup> و حسام ناجی زواره<sup>\*\*\*</sup>

\* استادیار گروه مدیریت دانشگاه اصفهان

\*\* استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

\*\*\* کارشناس ارشد مدیریت مالی

#### چکیده

هدف از پژوهش حاضر، بررسی و ارزیابی اثر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران است. خصوصی سازی از طریق واگذاری مالکیت و مدیریت بنگاه‌های اقتصادی دولتی به بخش غیر دولتی تحقق می‌یابد. در خصوصی سازی، کوچک سازی دولت، توانمندسازی بخش خصوصی، گسترش بازار سرمایه و... پی گیری می‌شود. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷ است و با توجه به اینکه وضعیت کلی بورس مورد توجه است، نیازی به نمونه گیری نیست. به منظور بررسی تأثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام، با توجه به شاخص‌های در نظر گرفته شده، با استفاده از آزمون پرون به بررسی نقاط شکست ساختاری احتمالی در نه مقطع زمانی، با توجه به روند خصوصی سازی پرداخته شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان می‌دهد خصوصی سازی تأثیری بر توسعه بازار سهام ندارد. در واقع، خصوصی سازی باعث توسعه بازار سهام نشده است که علت این امر را می‌توان در سیاست‌های اشتباه اتخاذ شده در برنامه‌های خصوصی سازی ایران جستجو کرد. بر همین اساس پیشنهادهایی ارائه گردید.

**واژگان کلیدی:** خصوصی سازی، بازار ثانویه، بازار سهام، توسعه بازار سهام، عمق بازار سهام، وسعت بازار سهام، خبرگی بازار سهام، نقطه شکست ساختاری

## مقدمه

امروزه کمتر کشوری را در جهان می‌توان یافت که در حال اجرای برنامه‌های خصوصی سازی نباشد و به جرأت می‌توان گفت که خصوصی سازی یکی از مهمترین مؤلفه‌های اقتصادی قرن بیست و یکم است. خصوصی سازی فرآیندی اجرایی، مالی و حقوقی است که دولت‌ها در بسیاری از کشورها برای انجام اصلاحات در اقتصاد و نظام اداری خود آن را اجرایی می‌کنند. طبق ادبیات خصوصی سازی، هدف خصوصی سازی در سه حوزه مالی، اقتصادی و اجتماعی-سیاسی شامل افزایش کارایی بنگاه‌ها، توزیع مناسب درآمد، کوچک سازی دولت، توانمند سازی بخش خصوصی، گسترش بازار سرمایه، افزایش رقابت و تامین منافع مصرف کنندگان و... از طریق واگذاری مالکیت و مدیریت بنگاه‌های اقتصادی دولتی به بخش غیر دولتی است [۱۱].

بازار سرمایه و به طور مشخص، بورس اوراق بهادار، اگرچه سازوکاری مؤثر در انجام برنامه‌های گسترده خصوصی سازی است و کارآمدی عملکرد آن با توجه به ساختار تنظیمی و نظارتی مدون، زیرساخت‌های فنی و نیروی انسانی آموزش دیده، احتمال موفقیت واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی را به طور قابل ملاحظه ای افزایش می‌دهد و از اجرای این برنامه‌ها منتفع می‌گردد، بررسی‌ها نشان می‌دهد از اوایل دهه ۹۰ میلادی تاکنون که بیشتر از صد کشور جهان، خصوصی سازی فعالیت‌های اقتصادی را به عنوان یک ابزار سیاست اقتصادی پذیرفته اند، گسترش برنامه‌های خصوصی سازی با رشد سریع حجم معامله‌ها در بورسهای اوراق بهادار، همراه بوده است. به عبارت دیگر، خصوصی سازی و بورس اوراق

بهادار، اگرچه در ظاهر، سیاست و ابزار اجرای سیاست به نظر می‌رسند، اما در عمل دو عامل تأثیرگذار بر یک دیگر محسوب می‌شوند. عملکرد کارآمد بورس اوراق بهادار به افزایش کارایی فرآیند خصوصی سازی منجر می‌شود و انجام مطلوب برنامه‌های خصوصی سازی، رشد و توسعه فعالیت‌های بورس اوراق بهادار را در پی دارد. دولت‌ها نیز هر چند به خصوصی سازی به عنوان ابزاری برای افزایش درآمدهای خود و در مرحله بعد، افزایش کارایی و بهره‌وری اقتصادی شرکت‌های دولتی می‌نگرند، اما انتظار دارند اجرای برنامه خصوصی سازی از طریق عرضه عمومی سهام، به توسعه بازار سرمایه کشور هم منجر شود که بر پایه مطالعات انجام شده، خود عامل تحریک و تقویت رشد و توسعه اقتصادی است [۸]. بنابراین مسأله اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر خصوصی سازی بر توسعه بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این سوال است که آیا خصوصی سازی باعث توسعه بازار سرمایه در ایران شده است یا خیر؟ چگونه؟

موضوع خصوصی سازی و نحوه انتقال مالکیت از بخش دولتی به بخش خصوصی و همچنین مقایسه نکات قوت و ضعف این روند، یکی از مسایل روز و با اهمیت کشور است. بسیاری از اقتصاددانان، خصوصی سازی را "سنگ بنای" اصلاحات ساختاری می‌دانند، زیرا باعث تحریک توسعه بخش خصوصی، جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی، گسترش رقابت، آزاد سازی تجارت و توسعه بازارهای سرمایه می‌گردد و همچنین "سیستم

تحقیق در ابعاد نوع روش تحقیق، ابزار جمع آوری اطلاعات، روش تجزیه و تحلیل داده‌ها، جامعه آماری و معرفی مدل پرداخته می شود. در پایان نیز به جمع بندی، نتیجه گیری کلی تحقیق و ارائه توصیه‌ها و پیشنهادها کاربردی پرداخته می شود.

### مبانی نظری پژوهش

در این بخش به اختصار در مورد خصوصی سازی و رابطه آن با توسعه بازار سرمایه پرداخته می شود. ابتدا تعاریف متعددی از خصوصی سازی بیان می شود و در ادامه، با تشریح یکی از شاخص‌های مهم آن به تبیین رابطه خصوصی سازی با توسعه بازار سرمایه پرداخته می شود.

### الف) مفهوم خصوصی سازی:

برای بررسی و تحقیق در باره هر موضوعی بهتر است ابتدا به توصیف و تفسیر آن موضوع پرداخته و تعریفی جامع از آن ارائه شود. لذا در این بخش تلاش می شود که قبل از پرداختن به موضوع خصوصی سازی، برخی از تعاریف آن آورده شود و در پایان تعریفی مشترک و کلی بیان گردد. واژه خصوصی سازی در سال ۱۹۸۳ برای اولین بار در فرهنگ لغات دانشگاهی وبستر<sup>۲</sup> بدین صورت تعریف شده است: خصوصی سازی عبارت است از تغییر کنترل یا مالکیت از سیستم دولتی به سیستم خصوصی. قدیمترین تاریخ ثبت استفاده از واژه خصوصی سازی به سال ۱۹۴۸ برمی گردد و هانک<sup>۳</sup> مدعی تعمیم آن در سالهای ۱۹۸۱-۱۹۸۰ است؛ زمانی

حاکمیت شرکت‌ها<sup>۱</sup> را بهبود بخشیده، به طور ویژه ای بر روی عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌ها تأثیرات قابل ملاحظه‌ای دارد. در واقع، می توان گفت میان خصوصی سازی و توسعه بازار سرمایه ارتباطی پایدار وجود دارد؛ به طوری که رشد سریع خصوصی سازی با گسترش و تعمیق عرضه سرمایه داخلی و بین المللی همراه بوده است. موضوع خصوصی سازی و واگذاری شرکت‌های تحت مالکیت دولت به بخش خصوصی، یکی از مسائل با اهمیت و روز اقتصاد ایران است. مقام معظم رهبری با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و تأکید بر استفاده از بورس اوراق بهادار در واگذاری سهام شرکت‌های دولتی، زمینه بسیار مناسبی را برای تحدید فعالیت‌های تصدیگری دولت و واگذاری آنها به بخش غیردولتی و همچنین توسعه و گسترش فرهنگ سهامداری در کشور فراهم کرده اند. شایان ذکر است که در جزء ۳-۱ از الزام‌های واگذاری مندرج در بند "د" ابلاغیه مقام معظم رهبری، ایشان تأکید فرموده‌اند که در واگذاری سهام شرکت‌های دولتی از روش‌های معتبر و سالم واگذاری با تأکید بر بورس اوراق بهادار استفاده شود. همچنین در جزء "الف" الزام‌های واگذاری مندرج در بند "ج" ابلاغیه اصل ۴۴ قانون اساسی، تأکید شده است که قیمت واگذاری سهام شرکت‌های مشمول واگذاری از طریق بازار بورس صورت گیرد. موارد مذکور باعث اهمیت موضوع پژوهش گردیده است [۹].

در این مقاله، ابتدا به ارائه مبانی نظری موضوع، پیشینه پژوهش، معرفی متغیرها و فرضیه‌های پژوهش اشاره گردیده، سپس در قسمت‌های بعدی به روش

2- Webster

3- Hank

1- Corporate Governance System

که وی در هیأت مشاوران اقتصادی رئیس جمهوری آمریکا خدمت می کرد [۶]. در یک تعریف کاربردی می توان بیان نمود که "خصوصی سازی، اصطلاحی بسیار گسترده، اما ساده است. خصوصی سازی انتقال دارایی‌ها یا توزیع خدمات از دولت به بخش خصوصی است که می تواند دامنه گسترده ای را شامل شود که گاهی اوقات نقش بسیار محدود دولت را نیز منع می کند و در پاره ای از اوقات شراکتی بین دولت و بخش خصوصی ایجاد می کند، در حالی که دولت همچنان بازیگر مسلط و غالب است [۱۶]. خصوصی سازی به دامنه ای از اعمال که شامل مواردی از قبیل فروش دارایی‌ها، به مناقصه گذاشتن خدمات، سر و سامان دادن به بازار داخلی، مشارکت دولت - بخش خصوصی و آزاد سازی، اطلاق می گردد [۱۲]. از دیدگاه اقتصادی، خصوصی سازی مانده درآمد فعالیت‌های اقتصادی و قدرت کنترل آنها را از دولت به سرمایه گذاران بخش خصوصی منتقل می کند. در نتیجه، بازار توزیع درآمد را به دست گرفته، انگیزه سرمایه گذاری را بهبود می بخشد. خصوصی سازی شامل انتقال دارایی‌ها و فعالیت‌های دولتی به بخش خصوصی است و عموماً به عنوان ابزار شکل دهی یک شرکت پویا شناخته می شود که نتیجه فروش سهام دولت به سهامداران خصوصی است [۲۲]. خصوصی سازی وسیله ای است برای بهبود بهره وری و افزایش کارایی در سطح اقتصاد یک کشور که نهایتاً باعث ایجاد رشد اقتصادی می گردد [۱۹]. [در اواخر مهر ماه سال ۱۳۷۲ از سوی سازمان بهره وری آسیایی<sup>۱</sup> جلسه هماهنگی پیرامون مقوله خصوصی سازی برای کشورهای عضو،

در شهر جاکارتای اندونزی برگزار گردید و در این جلسه به مفاهیمی چون: برگردانیدن بنگاه‌های ملی شده به بخش خصوصی<sup>۲</sup>، حاکم نمودن شرایط رقابت کامل بر واحدهای دولتی<sup>۳</sup> (مقررات زدایی) و آزادسازی یا انتقال کامل کنترل قانونی بنگاه‌ها<sup>۴</sup>، برای تعریف خصوصی سازی اشاره شد، ولی نهایتاً اعضا تعریف ارائه شده توسط بانک جهانی؛ یعنی انتقال مالکیت یا کنترل بنگاه‌های اقتصادی از دولت به بخش خصوصی را به عنوان تعریف خصوصی سازی پذیرفتند [۱]. [از تعاریفی که از خصوصی سازی در داخل ایران شده است، می توان خصوصی سازی را مجموعه عملیات قضائی، اقتصادی و اجتماعی مبتنی بر کاهش و حتی حذف سرکردگی دیوانسالاری و تکنوکراتی اداری در مؤسسات بخش عمومی دانست [۲]. همچنین خصوصی سازی فرآیندی است که طی آن دولت در هر سطحی، امکان انتقال وظایف و تاسیسات را به بخش خصوصی بررسی نموده، در صورت اقتضا نسبت به انجام چنین انتقالی اقدام می کند [۴].

البته، تعاریف متعدد دیگری نیز توسط محققان و اقتصاددانان برای واژه خصوصی سازی در کتب و مقالات مختلف ارائه گردیده که از آوردن تمامی آنها در اینجا خودداری شده است، اما با نگاهی به تعاریف متعدد خصوصی سازی می توان مفاهیمی از قبیل بهبود عملکرد، انتقال مالکیت و مدیریت، آزاد سازی، بازارگرا کردن، ایجاد شرایط رقابت کامل، واگذاری، حذف مقررات دست و پا گیر و... را دید، که با در نظر گرفتن این مفاهیم می توان تعریفی

2-Denationalization

3-Deregulation

4-Liberalization

1-Apo

مشترک و کلی از خصوصی سازی ارائه داد بر همین اساس، خصوصی سازی فرآیندی است که طی آن عملکرد فعالیت‌های اقتصادی دولت زیر سوال می‌رود و طی آن سرمایه‌های مردمی جذب شده، در نتیجه دولت تصمیم می‌گیرد دامنه فعالیت‌های خود را محدود و مالکیت یا مدیریت برخی از واحدهای اقتصادی تحت تملک خود را به مکانیزم بازار محول نماید [۵].

### ب) رابطه بین خصوصی سازی و توسعه بازار بورس (سهام):

بازار سرمایه و به طور مشخص، بورس اوراق بهادار اگرچه سازوکاری مؤثری در انجام برنامه‌های گسترده خصوصی سازی است و کارآمدی عملکرد آن با توجه به ساختار تنظیمی و نظارتی مدون، زیرساخت‌های فنی و نیروی انسانی آموزش دیده، احتمال موفقیت واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی را به طور قابل ملاحظه‌ای افزایش می‌دهد، در مقابل، خود تحت تأثیر این برنامه‌هاست و از اجرای آن منتفع می‌شود. بررسی‌ها نشان می‌دهد از اوایل دهه ۹۰ میلادی تاکنون که بیشتر از صد کشور جهان، خصوصی سازی فعالیت‌های اقتصادی را به عنوان یک ابزار سیاست اقتصادی پذیرفته‌اند، گسترش برنامه‌های خصوصی سازی با رشد سریع حجم معامله‌ها در بورسهای اوراق بهادار، همراه بوده است. به عبارت دیگر، خصوصی سازی و بورس اوراق بهادار، اگرچه در ظاهر، سیاست و ابزار اجرای سیاست به نظر می‌رسند، اما در عمل دو عامل تأثیرگذار بر یک دیگر محسوب می‌شوند. عملکرد کارآمد بورس اوراق بهادار به افزایش کارایی فرآیند خصوصی سازی منجر می‌شود و انجام مطلوب

برنامه‌های خصوصی سازی، رشد و توسعه فعالیت‌های بورس اوراق بهادار را در پی دارد. دولت‌ها نیز هر چند به خصوصی سازی به عنوان ابزاری برای افزایش درآمدهای خود و در مرحله بعد، افزایش کارایی و بهره‌وری اقتصادی شرکت‌های دولتی می‌نگرند، اما انتظار دارند اجرای برنامه خصوصی سازی از طریق عرضه عمومی سهام، به توسعه بازار سرمایه کشور هم منجر شود که بر پایه مطالعات انجام شده، خود عامل تحریک و تقویت رشد و توسعه اقتصادی است. تأثیرگذاری خصوصی سازی بر رشد بازار سرمایه و به طور مشخص بورس اوراق بهادار را می‌توان بر اساس ارزش بازار<sup>۱</sup>، ارزش معاملات<sup>۲</sup> و نقد شوندگی<sup>۳</sup> افزایش تعداد سهامداران و بهبود مالکیت فردی نشان داد. یکی از شاخص‌های مورد نظر در این پژوهش، افزایش تعداد سهامداران و بهبود مالکیت فردی است. بر اساس این شاخص، یکی از تأثیرهای مهم برنامه‌های خصوصی سازی، گسترش پایه سهامداری و ارتقای مالکیت فردی است که دولتها عمدتاً از روشهای ترجیحی برای دسترسی به این هدفها استفاده می‌کنند. سهامداران حقیقی، فعالان آتی بازار سرمایه خواهند بود که در کنار سهامداران نهادی از قبیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و بیمه‌ها به طور فعال در بازار حاضر خواهند شد. البته، تأثیرگذاری سهامداری فردی با توجه به تعداد و اندازه آنان در راهبری شرکت‌های واگذار شده قابل توجه نخواهد بود. به همین دلیل، سازمان‌های منطقه‌ای سهامداری مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تعاونی

1- Market Value

2- Trade Value

3 - Liquidity

استانداردهای حسابداری، معیارهای پرداخت و ریسک عملیاتی [۱۳].

### پیشینه پژوهش

در این قسمت، به برخی از پژوهش‌های خارجی و داخلی صورت گرفته در رابطه با خصوصی سازی و اثرات آن پرداخته می‌شود.

عمران (۲۰۰۴) در پژوهشی با عنوان «مقایسه عملکرد شرکت‌های دولتی با شرکت‌های تازه خصوصی شده» به مطالعه اثر خصوصی سازی بر عملکرد شرکت‌ها در مصر پرداخت. وی در پژوهش خود به دنبال این هدف بود که آیا خصوصی سازی باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شده است؟ وی ۶۹ شرکت مصری را که بین سالهای ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۸ از بخش دولتی به بخش خصوصی واگذار شده بودند، را انتخاب کرد و اطلاعات مالی دو سال قبل و بعد از واگذاری شرکت‌های نمونه را تجزیه و تحلیل نمود. از نتایج به دست آمده پژوهش مشاهده گردید که پس از واگذاری شرکت‌ها نسبت‌های سودآوری و بازده از بهبود قابل توجه و بر عکس سطح اشتغال کارکنان و نسبت‌های بدهی از کاهش قابل توجهی برخوردار شدند. [۲۱]

اکتن و آراین (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان تأثیر خصوصی سازی بر کارایی به بررسی تأثیر خصوصی سازی بر کارایی شرکت‌های خصوصی سازی شده در ترکیه پرداختند. آنها تأثیر خصوصی سازی بر شرکت‌ها را از دو جهت می‌دانستند: اول اینکه خصوصی سازی باعث تغییر در اهداف شرکت می‌شود (تأثیر مالکیت) و دوم اینکه خصوصی سازی باعث تغییر در ساختار بازار می‌شود (تأثیر محیطی). آنها به این نتیجه رسیدند که برای بهبود کارایی

منطقه ای، جایگزین‌های بهتری در مدیریت شرکت‌ها به شمار می‌روند [۸].

برنامه‌های خصوصی سازی از طریق ارتقای قدرت نقد شوندگی و توسعه زیرساخت‌ها، افزایش آگاهی عمومی از بازار، توسعه پایه سهامداری، افزایش توجه دولت، تخصص گرایی و ایجاد فرصت‌های مناسب برای تنوع ریسک، به گسترش و توسعه بازار سرمایه کمک می‌کند و گسترش بازار سرمایه بر پایه دیدگاه‌های اقتصادی، موتور محرک رشد اقتصادی کشور است. بنابراین، نتیجه گیری می‌شود که اگرچه خصوصی سازی به طور مستقیم افزایش کارایی و بهره وری فعالیت‌های اقتصادی و در نتیجه افزایش رشد اقتصادی را به دنبال دارد، به طور غیرمستقیم با توسعه بازار سرمایه، به این امر کمک می‌کند [۹].

در دسته بندی کلی تر، از شاخص‌های عمق بازار، وسعت بازار و خبرگی بازار استفاده می‌شود. عمق بازار، تعیین کننده اندازه بازار و نقدینگی بازار است، که شامل شاخص‌هایی، از قبیل: مجموعه سرمایه بازار (مجموع قیمت‌های سهام در بازار)، ارزش کل معاملات، نسبت گردش حجم معاملات، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است. وسعت بازار، بیانگر تنوع سهامداران است که از طریق روش‌هایی مثل تعیین ۱۰ شرکت اول در بورس که بیشترین سرمایه در بازار را دارند، تعیین درصد سرمایه هر شرکت در بخش‌های مختلف اقتصاد، مشخص می‌شود. خبرگی بازار، میزان کارایی عملیات بازار و خرده ساختارهای مربوط به آن است که شاخص‌های آن عبارت است از: توان ورود سرمایه گذاران خارجی (آزادی ورود)، آزادی خروج سرمایه، مالیات بر سود، انتشار اطلاعات،

پرداختند. طی نتایجی که به دست آمد، مشخص شد که عملکرد شرکت‌ها پس از خصوصی سازی بهبود قابل توجهی یافته است؛ به طوری که خصوصی سازی باعث افزایش نرخ رشد سالانه شرکت‌ها به مقدار ۱۲٪ برای شرکت‌های نیوزیلندی شده است که این نرخ برای شرکت‌های استرالیایی تقریباً ۹٪ است. همچنین تحلیل‌ها نشان داد که خصوصی سازی در نیوزیلند و استرالیا، مشارکت مشخصی در توسعه بازار سهام داشته است و همچنین نقدینگی شرکت‌های خصوصی شده افزایش قابل توجهی را تجربه کرده است؛ به طوری که نشان دهنده فعالیت بیشتر سرمایه گذاران است. مجموع کلی خصوصی سازی در نیوزیلند از ۱۶ میلیون دلار در سال ۱۹۹۱ به بیش از ۶۳۷ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۱، و در استرالیا مجموع کل خصوصی سازی از ۳۴۴ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۳ به ۷۰۰۵۸۰ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۱ رسیده است [۱۸].

کریمی (۱۳۸۱) در مطالعه خود به مقایسه و ارزیابی عملکرد شرکت توزیع برق استان چهارمحال و بختیاری در حیطه‌های هزینه، رضایت مشتریان و کارکنان قبل و بعد از خصوصی سازی در قسمتهای بهره برداری و خدمات مشتریان پرداخت. او در این تحقیق، به این نتیجه رسید که خصوصی سازی بیش از سطح متوسط باعث افزایش راندمان کار گردیده است. همچنین خصوصی سازی باعث افزایش کیفیت کار نیز شده است. رضایت کارکنان نیز پس از خصوصی سازی افزایش یافته است. خصوصی سازی تأثیری بر انگیزش کارکنان نداشته است. استفاده بهینه از نیروها پس از خصوصی سازی افزایش یافته است و پس از خصوصی سازی محیط کار نیز سالمتر شده است. همچنین پس از خصوصی سازی روابط با

شرکت‌های خصوصی شده تاثیر مالکیت کافی است [۲۰].

برتولوتی و دیگران (۲۰۰۷) به بررسی تاثیر خصوصی سازی بر نقدینگی بازار سهام در نوزده کشور توسعه یافته پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که خصوصی سازی از طریق صدور سهام برای موسسات دولتی و واگذاری آن از طریق بورس تاثیر بسزایی بر افزایش نقدینگی در بازارهای سهام این کشورها داشته است. آن‌ها علت عمده این نقدینگی را ناشی از کاهش ریسک کلی بازار به خاطر تنوع و گستردگی خصوصی سازی می‌دانستند [۱۳].

دلا توره و دیگران (۲۰۰۷) به بررسی تاثیر اصلاحات عمده اقتصادی از قبیل خصوصی سازی، آزاد سازی تجاری، بهبود قوانین و مقررات تجاری بر توسعه بازار سهام پرداختند. آنها ادعا می‌کردند که به کارگیری این اصلاحات در بعضی کشورها، به کاهش کارایی بازار سرمایه در این کشورها منجر شده است. به همین منظور، آن‌ها به بررسی تاثیر شش اصلاح اقتصادی بر توسعه بازار سهام داخلی پرداختند. آنها دریافتند که این اصلاحات باعث افزایش میزان معاملات و سرمایه بازار سهام شده است [۱۵].

فارینوس و دیگران (۲۰۰۷) در پژوهش خود با عنوان "عملکرد عملیاتی و بازار سهام طی خصوصی سازی شرکت‌های دولتی" شرکت‌هایی را که در اسپانیا طی سال‌های ۲۰۰۱-۱۹۹۰ از طریق عرضه عمومی سهام، خصوصی شده بودند، بررسی نمودند و در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که خصوصی سازی تاثیر قابل توجهی در کارایی، درآمد فروش و استخدام داشته است [۱۷].

کر و دیگران (۲۰۰۸) به بررسی تاثیر خصوصی سازی بر شرکت و بازار سهام در نیوزیلند و استرالیا

### متغیرهای پژوهش

در تحلیل‌های رگرسیونی حداقل دو دسته متغیر وجود دارد. این دو دسته عبارتند از: متغیر وابسته و متغیر مستقل. متغیر وابسته متغیری است که وابستگی آن به یک یا چند متغیر مستقل یا توضیحی بررسی می‌گردد. متغیر وابسته در این پژوهش، توسعه بازار سرمایه است، که از طریق شاخصی به نام عمق بازار سرمایه سنجیده می‌شود. شاخص‌های عمق بازار سرمایه در این پژوهش ارزش معاملات، ارزش بازار و نسبت گردش معاملات است، که این متغیرها به عنوان متغیرهای وابسته پژوهش در نظر گرفته شده‌اند، و متغیر مستقل این پژوهش خصوصی سازی است.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در حقیقت شامل همه عناصری است که موضوع یک پژوهش معین در آن مصداق پیدا می‌کند و پژوهشگر مایل است درباره آن استنباط کند. حدود هر جامعه پژوهشی بر پایه تعریف آن مشخص می‌شود و تعریف جامعه از تلفیق ویژگی‌های مشترکی که عناصر آن جامعه دارا است، صورت می‌گیرد و از لحاظ موضوع پژوهش نیز مهم تلقی می‌شود. جامعه آماری این پژوهش، بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷ است. نقاطی مد نظر قرار گرفته است که دولت عرضه سهام داشته و اقدام به واگذاری سهام شرکت‌های دولتی نموده است. با توجه به این موضوع که وضعیت کلی بازار بورس مورد توجه است، نیازی به نمونه‌گیری نیست.

مشترکان بهبود یافته است. خدمات به مشترکان نیز پس از خصوصی سازی بهبود یافته است [۵]. رضایی (۱۳۸۳) در پژوهش خود با استفاده از ابزارهای گردآوری داده‌ها (مشاهدات آماری، مصاحبه و تحقیق میدانی) به بررسی و مقایسه تطبیقی عملکرد شرکت کشتیرانی جمهوری اسلامی ایران در دوره چهار ساله قبل (۱۳۷۸-۱۳۷۵) و بعد (۱۳۸۲-۱۳۷۹) تغییر مالکیت این شرکت پرداخته است. با استفاده از آزمون t زوج شده، او در این پژوهش نشان داد که خصوصی سازی در این شرکت موجب بهبود شاخص‌های مالی، نیروی انسانی و منابع فیزیکی نشده است و به طور کلی خصوصی سازی در این شرکت تأثیری بر عملکرد آن نداشته است [۳].

### فرضیه پژوهش

با توجه به پیشینه پژوهش می‌توان فرضیه پژوهش را این گونه بیان داشت که خصوصی سازی باعث توسعه بازار سرمایه در ایران شده است.

### روش پژوهش

این پژوهش از نوع تحلیلی - تجربی است که در بخش تجربی آن از روش رگرسیون استفاده می‌شود. در روش رگرسیون که به مطالعه وابستگی یک متغیر (متغیر وابسته) به یک یا چند متغیر دیگر (متغیر توضیحی) می‌پردازد، با تخمین یا پیش بینی مقدار متوسط یا میانگین مقادیر متغیر وابسته در حالتی صورت می‌پذیرد که مقادیر متغیر یا متغیرهای مستقل معلوم یا معین شده باشند. همچنین از لحاظ هدف، این پژوهش کاربردی و بر حسب روش و ماهیت از نوع تحلیل کمی مبتنی بر روابط علی بین متغیرها است.



## روش جمع آوری داده‌ها و ماهیت داده‌های مورد استفاده

در این پژوهش، داده‌ها با استفاده از ابزار اسنادکاوی جمع آوری شده‌اند. داده‌های مورد نیاز با استفاده از نرم افزارهای رایج و گزارش‌های منتشر شده در سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استخراج گردیده است. برای تحلیل‌های تجربی عموماً سه نوع داده قابل دسترسی هستند: ۱- سری‌های زمانی<sup>۱</sup>؛ ۲- مقطعی<sup>۲</sup>؛ ۳- مرکب؛ یعنی ترکیبی از سری‌های زمانی و مقطعی [۷]. در این پژوهش از داده‌های سری زمانی در تحلیل مساله پژوهشی استفاده می‌شود.

### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها (آزمون ریشه واحد)

در این پژوهش از روش‌های تجزیه و تحلیل آماری، همچون تجزیه و تحلیل رگرسیون استفاده شده است. داده‌ها با استفاده از برنامه EXCEL مرتب و متغیرها در آن محاسبه گردیده است. برای این تجزیه و تحلیل‌های آماری از نرم افزار 4 EVIEWS استفاده شده است. برای بررسی و تحلیل تاثیر خصوصی سازی روی توسعه بازار سهام، از طریق آزمون پرون به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا در سال‌هایی که حجم واگذاری‌ها (بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷) بیشتر از بقیه سال‌ها بوده است (از جمله سال‌های (۱۳۸۷، ۱۳۸۶، ۱۳۸۳، ۱۳۸۲))، خصوصی سازی باعث ایجاد نقطه شکست ساختاری در بورس تهران شده است یا خیر و آیا ضریب این شکست مثبت بوده یا منفی؟ در ادامه، به شرح روش

آزمون ریشه واحد پرون به هنگام وجود شکست ساختاری پرداخته شده است. در این روش، تنها می‌توان یک تغییر ساختاری را در طول محدوده زمانی بررسی نمود که در زمانی مثل TB رخ می‌دهد. منظور از TB زمان شکست ساختاری است. وقتی تغییر ساختاری بروز می‌کند، ممکن است یکی از سه حالت زیر اتفاق افتد:

۱. عرض از مبدا تابع روند زمانی تغییر کند؛
۲. شیب تابع روند زمانی تغییر کند؛
۳. هم عرض از مبدا تابع و هم شیب تابع روند زمانی تغییر کند [۱۰].

در پژوهش فقط از شاخص‌های اندازه گیری عمق بازار سرمایه (ارزش بازار، حجم معاملات، نسبت گردش معاملات) در تحلیل مساله پژوهشی استفاده می‌شود. عدم توجه به سایر شاخص‌ها به دلیل بی‌اهمیتی آن‌ها نیست، بلکه به دلیل عدم اطمینان در صحت، دقت و همین‌طور در دسترس نبودن این اطلاعات است. بی‌توجهی به سایر شاخص‌ها به دلیل بی‌اهمیتی آن‌ها نیست، بلکه به دلیل عدم اطمینان در صحت، دقت و همین‌طور در دسترس نبودن این اطلاعات است.

### مدل پژوهش

این پژوهش بر حسب هدف کاربردی و بر حسب روش و ماهیت از نوع تحلیل کمی مبتنی بر روابط علی بین متغیرهاست که در آن به مطالعه وابستگی یک متغیر (متغیر وابسته) با یک یا چند متغیر دیگر (متغیر توضیحی) می‌پردازد؛ به عبارتی با تخمین یا پیش بینی میانگین متغیر وابسته در حالتی که مقادیر متغیر یا متغیرهای مستقل معلوم یا معین بیان می‌شود. در واقع، در این روش فرض می‌شود که متغیرهای

1- Times Series

2- Cross-Sectional

$DU_t$ : متغیر مجازی تغییر یا شکست. ۱ برای  $t > T_b$ ،  
در غیر این صورت \*

$DT_t$ : مسیر حرکت مجازی.  $DT_t = t$  برای تمام  $t > T_b$ ،  
در غیر این صورت.

$D(Tb)_t$ : متغیر مجازی شوک. ۱ برای  $t = tb + 1$ ، در  
غیر این صورت \*

$\epsilon_t$ : میزان خطا

### یافته‌های پژوهش

فرضیه پژوهش این است که خصوصی سازی باعث توسعه بازار سرمایه در ایران شده است. نتایج حاصل از آزمون بر اساس مدل رگرسیون در جداول شماره ۱، ۲، ۳ و ۴ آمده است. در این فرضیه از سه شاخص ارزش معاملات، ارزش بازار و نسبت گردش معاملات برای سنجش تاثیر خصوصی سازی بر عمق بازار سرمایه - که معیار توسعه بازار سهام است - استفاده شده است. این فرضیه نشان می دهد که آیا بین متغیر مستقل (خصوصی سازی) و متغیر وابسته (عمق بازار سرمایه) رابطه وجود دارد یا خیر. در صورتی می توان ادعا کرد که خصوصی سازی باعث افزایش عمق بازار سرمایه می شود که نتایج حاصل از بررسی ها نشان دهد که: اولاً خصوصی سازی باعث ایجاد شکست ساختاری در بورس شود و دوم اینکه ضریب این شکست مثبت باشد، نه منفی. همان گونه که در جدول جدول شماره ۱ مشاهده می شود، از سه تاریخ شکست احتمالی در نظر گرفته شده، در تاریخ‌های ۱۳۸۲/۱۲/۲۹ و ۱۳۸۳/۱۰/۳۰، شکست ساختاری فقط برای شیب تأیید می‌شود و در تاریخ ۱۳۸۷/۶/۳۱ شکست ساختاری تأیید نمی‌شود. در ۱۳۸۲/۱۲/۲۹ ضریب مربوط به متغیر سطح بی معنی و منفی است و

وابسته، تصادفی یا احتمالی هستند، بدین معنی که توزیع احتمالی دارند و از طرف دیگر، فرض بر این است که متغیرهای توضیحی دارای مقدار معین یا غیر تصادفی هستند. رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی، کشف یا تعیین می شود. روش حداقل مربعات معمولی (OLS) یکی از مشهورترین و قویترین روش‌های تحلیل رگرسیون است که در سطحی وسیع از آن استفاده می شود [۸]. در این مقاله، فرضیه پژوهش این است که خصوصی سازی باعث توسعه بازار سرمایه در ایران شده است. به منظور تحلیل تاثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام، از روش آزمون شکست ساختاری پرون استفاده شده است. به عبارتی، این سؤال مد نظر است که آیا در سال‌هایی که حجم واگذاری‌ها (بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷) بیشتر از بقیه سال‌ها بوده است (از جمله سال‌های ۱۳۸۷، ۱۳۸۶، ۱۳۸۳، ۱۳۸۲)، خصوصی سازی باعث ایجاد نقطه شکست ساختاری در بازار بورس تهران شده است یا خیر؟ و آیا ضریب این شکست مثبت بوده یا منفی؟ در ادامه، به شرح روش آزمون ریشه واحد پرون به هنگام وجود شکست ساختاری پرداخته شده است.

مدل مورد استفاده در این مطالعه طبق مبانی نظری و پیشینه مطالعاتی تحقیق به صورت زیر است:

فرمول شماره (۱)

$$Y_t = \mu + \theta DU_t + \gamma DT_t + \beta i + \delta D(T_b)_t + \alpha Y_{t-1} + \sum C_i \Delta Y_{t-1} + \epsilon_t$$

که در آن داریم:

$Y_t$ : معیار توسعه بازار سهام

$T_b$ : تاریخ شکست

ضریب مربوط به متغیر شوک بی معنی و مثبت است،  
ولی ضریب مربوط به متغیر روند معنی دار و منفی است. ضریب منفی روند به معنای کاهش ارزش معاملات بعد از این تاریخ است.

جدول شماره (۱): نتایج حاصل از بررسی نقطه شکست ساختاری در مورد عرض از مبدا و شیب تابع روند برای ارزش معاملات

متغیر	تاریخ شکست احتمالی	نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون
ارزش معاملات	۱۳۸۲/۱۲/۲۹	آزمون t
		ضریب
		معنی دار نیست.
ارزش معاملات	۱۳۸۳/۱۰/۳۰	آزمون t
		ضریب
		معنی دار نیست.
ارزش معاملات	۱۳۸۷/۶/۳۱	آزمون t
		ضریب
		معنی دار نیست.

این تاریخ است. در تاریخ ۱۳۸۷/۶/۳۱ شکست ضرایب مربوط به سه متغیر، منفی و بی معناست و شکست ساختاری در این تاریخ تأیید نمی شود. در جدول شماره ۲ نتایج مربوط به شکست ساختاری برای متغیر ارزش بازار ذکر شده است. از

در تاریخ ۱۳۸۳/۱۰/۳۰، ضرایب مربوط به متغیرهای سطح و روند معنی دار و منفی است. ضریب منفی روند مانند مورد قبل به معنای کاهش ارزش معاملات بعد از این تاریخ است و ضریب منفی سطح به معنای کاهش ارزش معاملات قبل از

سه تاریخ شکست احتمالی در نظر گرفته شده، در ساختاری فقط برای شیب تأیید می شود و در تاریخ تاریخ‌های ۱۳۸۳/۱۰/۳۰ و ۱۳۸۶/۱۲/۲۹، شکست ۱۳۸۷/۶/۳۱ شکست ساختاری تأیید نمی شود.

جدول شماره (۲): نتایج حاصل از بررسی نقطه شکست ساختاری در مورد عرض از مبدا و شیب تابع روند برای ارزش بازار

متغیر	تاریخ شکست احتمالی	نتایج حاصل از رگرسیون
ارزش بازار	۱۳۸۳/۱۰/۳۰	آزمون t ضریب
		معنی دار در سطح ۲/۵٪
		معنی دار نیست.
	۱۳۸۶/۱۲/۲۹	معنی دار در سطح ۱٪
		معنی دار نیست.
		معنی دار در سطح ۲/۵٪
	۱۳۸۷/۶/۳۱	معنی دار نیست.
		معنی دار نیست.
		معنی دار نیست.
شکست ساختاری برای شیب تأیید می شود.		
شکست ساختاری برای شیب تأیید می شود اما ضریب آن ناچیز می باشد.		
شکست ساختاری تأیید نمی شود.		

ساختاری فقط برای شیب رخ داده است. ضرایب منفی متغیر روند به معنای کاهش این نسبت بعد از این سه تاریخ است.

در جدول شماره ۳ نتایج مربوط به شکست ساختاری برای متغیر نسبت گردش معاملات ذکر شده است. در هر سه تاریخ مورد نظر شکست

جدول شماره (۳): نتایج حاصل از بررسی نقطه شکست ساختاری در مورد عرض از مبدا و شیب تابع روند برای نسبت گردش معاملات

متغیر	تاریخ شکست احتمالی	نتایج حاصل از رگرسیون
نسبت گردش معاملات	۱۳۸۲/۱۲/۲۹	آزمون t ضریب
		معنی دار نیست. /۴۹۰۰۲۹ - /۱۰۶۷۴۱ - سطح
		معنی دار نیست. /۱۳۲۶۵۹ /۰۵۷۱۳۹ شوک
		معنی دار در سطح ۲/۵٪ -۲/۳۶۶۶۶ -۰/۳۸۴۰۲ روند
شکست ساختاری فقط برای شیب تأیید می شود.		
نسبت گردش معاملات	۱۳۸۳/۱۰/۳۰	آزمون t ضریب
		معنی دار در سطح ۲/۵٪ -۲/۴۳۷۰۸ - /۵۶۲۰۰۲ - سطح
		معنی دار نیست. - /۰۷۸۹۵۱ - /۰۳۲۰۹۷ شوک
		معنی دار در سطح ۱٪ -۲/۷۱۲۸۵۵ - /۰۴۰۳۷۸ روند
شکست ساختاری برای شیب تأیید می شود.		
نسبت گردش معاملات	۱۳۸۷/۲/۳۱	آزمون t ضریب
		معنی دار نیست. /۲۴۳۷۹۳ /۷۹۸۸۱۴ سطح
		معنی دار نیست. - /۷۸۲۰۳۳ - /۴۶۹۱۲۶ شوک
		معنی دار در سطح ۱۰٪ -۱/۹۵۲۴۴۵ - /۳۳۸۰۱۱ روند
شکست ساختاری فقط برای شیب و در سطح ۱۰٪ تأیید می شود.		

و مشخص شد که خصوصی سازی تاثیری برافزایش عمق بازار سهام نداشته، بلکه باعث کاهش عمق بازار شده است. در نتیجه خصوصی سازی نه تنها تاثیری بر توسعه بازار سهام نداشته، بلکه باعث رکود بورس اوراق بهادار در ایران شده است. بدین ترتیب فرضیه پژوهش مبنی بر این موضوع که خصوصی سازی باعث توسعه بازار سرمایه در ایران شده است، رد می شود.

خلاصه نتایج جداول ۱، ۲ و ۳ در جدول شماره ۴ آمده است که از مجموع ۹ تاریخ عرضه سهام شرکت های دولتی در بورس اوراق بهادار، ۷ تاریخ شکست ساختاری رخ داده است که مربوط به شیب بوده و شکست ساختاری عرض از مبدا تأیید نشده است. به طور خلاصه می توان گفت چون تنها معیار کمی اندازه گیری توسعه بازار سهام، عمق بازار سهام است

جدول شماره (۴): نتایج حاصل از تحلیل‌های رگرسیون مدل پژوهش

متغیر	تاریخ احتمالی شکست ساختاری	شکل شکست ساختاری		ضریب	
		عرض از مبدا	شیب	روند	شوک
ارزش معاملات	۱۳۸۲/۱۲/۲۹	عدم تأیید	تأیید	منفی و معنا دار	مثبت و بی معنا
	۱۳۸۳/۱۰/۳۰	عدم تأیید	تأیید	منفی و معنا دار	منفی و بی معنا
	۱۳۸۷/۶/۳۱	عدم تأیید	عدم تأیید	منفی و بی معنا	منفی و بی معنا
ارزش بازار	۱۳۸۳/۱۰/۳۰	عدم تأیید	تأیید	منفی و معنا دار	مثبت و بی معنا
	۱۳۸۶/۱۲/۲۹	عدم تأیید	تأیید	منفی و معنا دار	منفی و بی معنا
	۱۳۸۷/۶/۳۱	عدم تأیید	عدم تأیید	مثبت و بی معنا	مثبت و بی معنا
نسبت گردش معاملات	۱۳۸۲/۱۲/۲۹	عدم تأیید	تأیید	منفی و معنا دار	مثبت و بی معنا
	۱۳۸۳/۱۰/۳۰	عدم تأیید	تأیید	منفی و معنا دار	منفی و بی معنا
	۱۳۸۷/۲/۳۱	عدم تأیید	تأیید	منفی و معنا دار	مثبت و بی معنا

### نتیجه گیری و پیشنهادها

در این پژوهش یک فرضیه مطرح گردیده که در قسمت قبل به بررسی این فرضیه پرداخته شد. در این قسمت نتایج حاصل از این فرضیه به طور خلاصه ذکر می‌گردد:

فرضیه پژوهش بیان می‌دارد که خصوصی سازی باعث توسعه بازار سرمایه در ایران شده است، ولی نتایج نشان داد که از مجموع نه تاریخ در نظر گرفته شده، در هفت تاریخ شکست ساختاری رخ داده است که همه این شکست‌های ساختاری مربوط به شیب بوده و در هیچ موردی شکست ساختاری در مورد عرض از مبدا مصداق پیدا نکرده است و با توجه به این نکته که تمام ضرایب مربوط به شکست‌ها منفی است، می‌توان ادعا کرد که خصوصی سازی باعث افزایش عمق بازار سرمایه در ایران نشده است. از آنجا که تنها معیار کمی اندازه گیری توسعه بازار سهام، عمق بازار سهام است،

مشخص شد که خصوصی سازی تاثیری برافزایش عمق بازار سهام نداشته است. در نتیجه، خصوصی سازی تاثیری بر توسعه بازار سهام نیز نداشته است و بدین ترتیب فرضیه دوم نیز رد می‌شود. در مجموع، می‌توان گفت که خصوصی سازی تاثیری بر توسعه بازار سهام نداشته است. در نتیجه، خصوصی سازی به توسعه بازار سهام منجر نشده است و بدین ترتیب فرضیه پژوهش رد می‌شود.

### دلایل توجیهی رد فرضیه پژوهش

۱- واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به سازمان‌های عمومی غیر دولتی، نظیر سازمان بازنشستگی کشوری و تامین اجتماعی در قبال بدهی دولت به این سازمان‌ها نمی‌تواند اهداف خصوصی سازی را به نحو مطلوب برآورده سازد، لذا پیشنهاد می‌شود این روند اصلاح شود.

۷- فقدان اقدامات لازم برای حضور هر چه بیشتر سرمایه گذاران خارجی در بازار سرمایه ایران. حضور این سرمایه گذاران با سرمایه های عظیم و تجارب زیاد می تواند باعث رشد و توسعه بازارهای مالی ایران بشود.

در پایان پیشنهاد می شود با برطرف نمودن دلایل رد فرضیه پژوهش، تاثیر گذاری خصوصی سازی را بر توسعه بازار سرمایه در ایران بهبود بخشید.

#### منابع

۱. امامی، علیرضا. (۱۳۷۲). "واگذاری شرکت های دولتی"، مجله تدبیر، سال دوم، ش ۹.
۲. حسینی، سید محمود. (۱۳۸۴). "خصوصی سازی: موانع و راهبردها"، پیام مدیریت، سال چهارم، ش ۱۵.
۳. رضائی، عبدالله. (۱۳۸۳). "بررسی تطبیقی عملکرد شرکت کشتیرانی جمهوری اسلامی ایران قبل و بعد از تغییر مالکیت"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، مجتمع آموزش عالی قم، دانشکده علوم انسانی.
۴. جمال. (۱۳۷۲). "توسعه بخش خصوصی و خصوصی سازی"، گزارش ارائه شده به سمینار بررسی تحلیل خصوصی سازی، دانشکده امور اقتصادی و موسسه توسعه اقتصادی.
۵. کریمی، مصطفی. (۱۳۸۱). "مقایسه و ارزیابی عملکرد شرکت توزیع برق استان چهارمحال و بختیاری در حیطه های هزینه رضایت مشترکین و کارکنان قبل و بعد از خصوصی سازی در قسمت های بهره برداری و خدمات مشترکین"،

۲- نپذیرفتن این واقعیت توسط مدیران شرکت های دولتی مبنی بر اینکه خصوصی سازی در سطح کلان می تواند باعث بهبود عملکرد بازار سرمایه و در نتیجه وضعیت مالی شرکت ها و اقتصاد ایران گردد.

۳- در اکثر کشورهای دنیا و حتی در کشورهای جهان سوم، صنایع عمده و زیر بنایی، از قبیل مخابرات و ارتباطات، راه آهن، خطوط هوایی، تولید انرژی و صنایع بزرگ به بخش خصوصی واگذار می شود، اما در ایران شرکت های مشمول واگذاری بیشتر در رده صنایع متوسط و کوچک قرار دارند. البته، فعالیت هایی در زمینه واگذاری شرکت های بزرگ نیز صورت گرفته که پیشنهاد می شود تا این روند با سرعت و جدیت بیشتری انجام گیرد، تا تمایل بخش خصوصی برای سرمایه گذاری بیشتر گردد.

۴- عدم انجام فعالیت های فرهنگی و فرهنگ سازی مناسب در میان نیروی انسانی شرکت های دولتی و عموم مردم. این کمبود اطلاعات باعث می شود آنها با چگونگی انجام فعالیت های واگذاری، اهداف خصوصی سازی و مزایایی که خصوصی سازی به همراه دارد، آشنا نبوده، مقاومت منفی نیروی انسانی در مقابل این فعالیت ها به وجود می آید.

۵- نهادهای تامین کننده سرمایه (بانکها و سایر مؤسسات) تسهیلات قابل توجهی را برای مشارکت در خرید و انجام سرمایه گذاری در اختیار مردم قرار نمی دهند. این امر عامل مهمی در نامناسب بودن روند خصوصی سازی به شمار می رود.

۶- عدم اعمال بخشودگی های مالیاتی برای شرکت های نوپای خصوصی شده. همین مساله سبب می شود بنیه مالی شرکت های واگذار شده مناسب نباشد.

- Review of Income and Wealth, Vol.54, No.1, pp.116-125.
15. De La Torre Augusto & Gozzi Juan Carlos & schmulster Sergio (2007). " Stock Market Development Under Globalization ". Journal of Banking and Finance, Vol.31, pp1731-1751.
16. Fafaliou Irene & Donaldson John (2007). "The Contribution of Privatization to Welfare ". Journal of International Economics Research, Vol.13, pp.461-474.
17. Farinos Joes & Garcia C. Joes & Ma Ibanez Ana (2007). " Operating and Stock Market Performance of State-Owned Enterprise Privatization: The Spanish Experience ". Journal of International Review of Financial Analysis, Vol.16, pp.367-389.
18. Kerr Jarrod & Qui Mei & C. Rose Lawrence (2008). "Privatization in New Zealand and Australia: An Empirical Analysis ". Journal of Managerial Finance, Vol.34, No.1, pp.41-52.
19. Munari Fedrico & B. roberts Edward & Sobrero Maurizio (2002). "Privatization process and the redefinition of corporate R&D boundaries". Journal of Research Policy, Vol.31, pp.31-53.
20. Okten Cagla & Arin K. Peren (2006) "The Effects of Privatization on Efficiency: How Does Privatization Work?" Journal of World Development, Vol.34, No.9, pp.1537-1556.
21. Omran Mohammed (2004) "The Performance of State-Owned Enterprises and Newly Privatized Firms: Does Privatization Really Matter?" Journal of World Development, Vol.32, No.6, pp.1019-1041.
22. Proti M. (1995). "State Power, Institutional Change and The Political of Privatization of Russia "Journal of World Politics. Vol.47.No.2, pp.210-230.
- پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه تحقیقات و آموزش مدیریت وابسته به وزارت نیرو.
۶. کمیجانی، اکبر و رحیمی فر، مهری. (۱۳۷۲). "تحلیل بازار بورس اوراق بهادار و کاربرد آن در فرآیند خصوصی سازی"، مجله اقتصاد مدیریت، پاییز ۱۳۷۲.
۷. گجراتی، دامودار. (۱۳۸۵). " مبانی اقتصادسنجی"، ترجمه حمید ابریشمی، تهران: انتشارات دانشگاه تهران، چاپ چهارم.
۸. لباف، حسین و داوری، محمد رضا. (۱۳۸۵). "اصلاحات ساختاری در دستگاه‌های اداری دولت"، فصلنامه تحول اداری، دوره ۱۰، ش ۵۳.
۹. موسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی. (۱۳۷۴). "مجموعه مقالات خصوصی سازی"، موسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی، چاپ اول.
۱۰. نوفرستی، محسن. (۱۳۸۵). "آزمون ریشه واحد"، نشر علوم دانشگاهی، چاپ اول.
11. Balasooriya Asoka & Alam Quamrul & Coghill Ken ( 2008). "Market-Based Reforms and Privatization in Sri Lanka ". International Journal of Public Sector Management. Vol.21.No.1, pp.58-73.
12. Batch S. (2000). "Decentralization and Privatization on Municipal Services". International Journal of Labor Organization, Vol.23, pp.15-33.
13. Bortolotti Bernardo & Dejong & Nicodano Giovanni & Schindele Iboya (2007). " Privatization and Stock Market Liquidity". Journal of Banking and Finance, Vol.31, pp.297-316.
14. Bortolotti Bernardo & Dejong (2007). "Privatization if necessary, but not necessarily privatization?" Journal of