

## ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران

ابوالقاسم مهدوی\*

احمد میدری\*\*

تاریخ دریافت: ۸۳/۱۰/۵ تاریخ پذیرش: ۸۴/۷/۲۰

### چکیده

طراحان سیاست‌های اقتصادی در کشورهای بلوک شرق به‌منظور حرکت سریع‌تر به‌سوی اقتصاد بازار، شرکت‌های دولتی را به‌عموم مردم واگذار کردند. این شیوه خصوصی‌سازی که به "خصوصی‌سازی کوپنی" یا "خصوصی‌سازی مردمی" مشهور شد، شیوه اصلی خصوصی‌سازی در بسیاری از کشورهای شرقی و شوروی سابق بود. بررسی نتایج خصوصی‌سازی در این کشورها نشان داد که عدم تمرکز مالکیت به‌کاهش کارایی شرکت‌های خصوصی انجامیده است. دولت جمهوری اسلامی ایران نیز اعلام کرده است در طرح سهام عدالت، مالکیت شرکت‌های دولتی را به‌مردم واگذار خواهد کرد. با اجرای این طرح، مالکیت شرکت‌های دولتی به‌مالکیت سهامداران پراکنده تبدیل می‌شود که می‌تواند به‌کاهش کارایی شرکت‌ها منجر شود. در این مقاله پس از بررسی تجربه خصوصی‌سازی در کشورهای سوسیالیستی به‌ویژه کشور چک، میزان تمرکز مالکیت در بازار اوراق بهادار محاسبه و سودآوری انواع ساختارهای مالکیت بررسی می‌شود. براساس یافته‌های این تحقیق در ایران همچون کشورهای چین و چک تمرکز مالکیت تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی شرکت‌ها دارد.

طبقه‌بندی JEL: G32، G34.

**کلید واژه:** بازار اوراق بهادار تهران، تمرکز مالکیت، ساختار مالکیت، شاخص‌های تمرکز مالکیت، خصوصی‌سازی، خصوصی‌سازی کوپنی، کارایی، کشورهای سوسیالیستی سابق، Q توبین.

\* عضو هیأت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.

\*\* دکترای اقتصاد، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.

## ۱- مقدمه

واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به مردم یکی از شیوه‌های خصوصی‌سازی است. در این شیوه به هر شهروند کوپنی داده می‌شود که قابل معاوضه با سهام شرکت‌های دولتی است. این شیوه خصوصی‌سازی در ۲۰ کشور که همگی از کشورهای کمونیستی سابق به‌شمار می‌روند، اجرا شد. طرفداران این شیوه، مزیت‌های زیر را برای آن برمی‌شمارند:

- ۱- سرعت زیاد خصوصی‌سازی،
- ۲- کاهش مقاومت سیاسی در برابر خصوصی‌سازی،
- ۳- توزیع عادلانه ثروت،
- ۴- گسترش بازار سهام و
- ۵- ضعف بخش خصوصی.

اقتصاد کشورهای کمونیستی سابق کاملاً دولتی بود و استفاده از شیوه‌های مرسوم خصوصی‌سازی برای واگذاری دارایی‌های دولت به بخش خصوصی بسیار کند و زمانبر بودند، به‌طور مثال در روسیه، واگذاری اموال دولتی با شیوه‌های مرسوم به ۲۰۰ سال زمان نیاز داشت. خصوصی‌سازی کوپنی به‌عنوان شیوه‌ای مطرح شد که به سرعت دارایی دولت را به بخش خصوصی انتقال می‌دهد. بخش خصوصی در این کشورها فاقد پیشینه تاریخی و قدرت مالی برای خرید دارایی‌های عظیم دولت بود. هرگونه واگذاری (حتی با قیمت ارزان) مخالفت شدید مردم را به‌همراه داشت. خصوصی‌سازی کوپنی ابزاری برای تحقق دو هدف مهم کارایی و عدالت اجتماعی تصور می‌شد. این شیوه خصوصی‌سازی از سال ۱۹۹۲ در این کشورها انتخاب شد و به‌کمک آن همان‌طور که در قسمت بعد نشان داده خواهد شد، بسیاری از اموال دولت به بخش خصوصی واگذار شد. طرح سهام عدالت که به‌تازگی در ایران مطرح شده است، همان طرح کوپن سهام است. این طرح از مهم‌ترین سیاست‌های اقتصادی است که بر اقتصاد ایران تأثیرات عمیقی بر جای خواهد گذاشت. تجربه این سیاست در کشورهای دیگر و کارایی شرکت‌های واگذار شده در آن کشورها، موضوعاتی است که در این مقاله به‌آن

پرداخته می‌شود. برای بررسی اثرات احتمالی این سیاست بر کارایی شرکت‌ها ساختار مالکیت شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار و کارایی انواع ساختارهای مالکیتی محاسبه شده است. اگر کارایی شرکت‌های فاقد مالک عمده، کارایی کمتری نسبت به سایر ساختارهای مالکیتی داشته باشد، در اجرای سیاست سهام عدالت باید محتاطانه عمل کرد.

## ۲- ادبیات موضوع

آیا ساختار مالکیت بر کارایی شرکت تأثیر دارد؟ فرض کنید فردی سهام ده هزار سهامدار یک شرکت را یک‌جا خریداری کند و تنها مالک شرکت شود. آیا این تغییر مالکیت سود شرکت را افزایش و کارایی آن را بهبود می‌بخشد؟ براساس قضیه رونالد کوز<sup>۱</sup>، ساختار مالکیت بر کارایی بنگاه تأثیر ندارد. با هر توزیعی از مالکیت حتی آنجا که آثار خارجی وجود دارد مبادله آزاد به نقطه بهینه تولید می‌انجامد<sup>۲</sup>. به عبارت دیگر کارایی ارتباطی با توزیع مالکیت ندارد. در اقتصاد خردنشان داده می‌شود با هر میزان تمرکز از سرمایه می‌توان به نقطه بهینه تولید دست یافت مشروط به آن که مبادله در بازار رقابت کامل صورت گیرد. به عبارت دیگر تا زمانی که بازار سرمایه رقابتی است تمرکز سرمایه بر کارایی تولید تأثیر نمی‌گذارد و اگر تمرکز سرمایه<sup>۳</sup> بازار رقابتی را تبدیل به بازار غیررقابتی کند، تمرکز سرمایه، کارایی را کاهش می‌دهد.

این آموزه تا اواسط دهه ۱۹۸۰ بدیهی تلقی می‌شد و هیچ آزمونی برای تایید یا ابطال آن صورت نگرفته بود. در سال ۱۹۸۵ دمستز و لن<sup>۴</sup> برای اولین بار رابطه تمرکز مالکیت و کارایی در شرکت‌های بورسی آمریکا را آزمون کردند. آنها با برآورد رابطه زیرنشان دادند که میان تمرکز و کارایی هیچ رابطه‌ای وجود ندارد و به عبارت دیگر با هر ساختاری از تمرکز مالکیت می‌توان به کارایی دست یافت.

1- R.Coase, 1991.

2- Stiglitz, 1994.

3- Ownership Concentration.

4- Demsetz and Lehn, 1985.

رابطه سودآوری و تمرکز بر اساس رابطه ذیل برآزش شد:

$$\Pi = \alpha_0 + \alpha_1 \text{UTIL} + \alpha_2 \text{Fin} + \alpha_3 \text{CAP} + \alpha_4 \text{ADV} + \alpha_5 \text{RD} + \alpha_6 \text{ASSET} + \alpha_7 \text{SE} + \alpha_8 (\text{LA5}, \text{LA20}, \text{LAH}) \quad (1)$$

دمسترز و لن رابطه تمرکز سرمایه و سودآوری در ۵۳۶ شرکت آمریکایی را بررسی کردند. میانگین سود پس از کسر مالیات به ارزش دفتری در دوره ۸۰-۱۹۷۶ به عنوان شاخص کارایی انتخاب و سه شاخص برای تمرکز سرمایه محاسبه شد:

۱- میزان مالکیت پنج سهامدار بزرگ (LA5)،

۲- میزان مالکیت بیست سهامدار بزرگ (LA20) و

۳- شاخص هرفیندال (LAH) که از طریق جمع توان دوم سهم هریک از سهامداران، محاسبه می شود.

علاوه بر این سه شاخص چند متغیر دیگر نیز به عنوان متغیر توضیحی در معادله استفاده شد. این متغیرهای توضیحی عبارت بودند از:

(۱) UTIL = بنگاه‌های عمومی که مشمول مقررات دولتی هستند، به عنوان

متغیر موهومی،

(۲) FIN = متغیر موهومی برای نهادهای مالی و بانکها،

(۳) CAP = نسبت مخارج به فروش در دوره ۸۰-۱۹۷۶،

(۴) ADV = نسبت مخارج تبلیغات به کل مخارج،

(۵) RD = نسبت تحقیق و توسعه به فروش کل،

(۶) ASSET = متوسط ارزش کل دارایی و

(۷) SE = خطای برآورد در مدل برآزش متوسط ماهانه نرخ بازدهی

شرکت‌های بورسی بر متوسط وزنی سبد دارایی آنها در دوره ۸۰-۱۹۷۶.

متوسط متغیرهای فوق در دوره ۸۰-۱۹۷۶ به عنوان متغیر توضیحی لحاظ

شد. برآزش شاخص سودآوری بر هر سه شاخص تمرکز نشان می دهد که رابطه‌ای

میان میزان تمرکز سرمایه و سودآوری شرکت وجود ندارد. ضرایب متغیرهای L5

سه‌م پنج سهامدار بزرگ و L20 سهم ۲۰ سهامدار بزرگ و LAH شاخص هرفیندال، تأثیر تمرکز مالکیت بر سودآوری شرکت را نشان می‌دهد. ضریب هر سه شاخص منفی بوده و معنادار نیستند.

جدول ۱- تمرکز سرمایه و سودآوری شرکت

ضریب معادله سوم t		ضریب معادله دوم t		ضریب معادله نخست t		متغیر توضیحی
۴/۲	-۰/۳۵	۱۱/۷	۰/۲۷	۶/۲	۲۴/۰	عرض از مبدا
۳/۱	-۰/۱۳	۳/۴	-۰/۱۰	۳/۴	-۰/۱۳	UTIL
۳/۲	-۰/۰۷	۳/۳	-۰/۰۶	۳/۶	-۰/۰۷	FIN
۰/۷	۰/۰۴	۰/۱۸	۰/۰۵	۰/۷	۰/۰۴	CAP
۱/۹	۰/۴۲	۳/۳	۰/۴۷	۱/۹	۰/۴۲	ADV
۰/۴	-۰/۱۱	۰/۳	-۰/۰۷	۰/۴	۰/۱۱	RD
۱/۹	۵/۹۶	۱/۲	۸/۱۴	۰/۸	۵/۷۰	ASSET
۱/۱	-۰/۲۹	۲/۰	-۰/۴۳	۱/۱	-۰/۲۹	SE
---	---	---	---	۰/۹	-۰/۰۲	LA5
---	---	۰/۲	-۰/۰۰۴	---	---	LA20
۹/۰	-۰/۰۲	---	---	---	---	LAH
۵۱۱		۵۱۱		۵۱۱		N
۰/۱۰		۰/۱۰		۰/۱۰		R2
۱/۷		۲/۷		۲/۷		F

منبع: Demsetz and Lehn, 1986

پژوهش دمستز و لن آموزه اصلی اقتصاددانان را تایید کرد که میزان تمرکز سرمایه، بر سودآوری شرکت تأثیر نمی‌گذارد و بنابراین کارایی، مستقل از توزیع مالکیت سرمایه است.

با فروپاشی شوروی و سایر کشورهای بلوک شرق این مسأله مطرح شد که چه ساختاری از مالکیت باید جایگزین مالکیت دولتی شود. بر اساس نظریات اقتصاد خرد و یافته‌های دمستز و لن هیچ رابطه‌ای میان ساختار مالکیت و کارایی وجود ندارد و نباید نگران ساختار مالکیت شرکت‌های خصوصی بود. تنها مسأله تبدیل مالکیت دولتی به مالکیت خصوصی است. چند روش برای خصوصی‌سازی

متصور بود که از میان آنها واگذاری به عموم مردم جذابیت بیشتری داشت. در این شیوه، سهام شرکت به قیمت ارزان و به صورت اقساط به مردم واگذار می شد. به نظر می رسید این روش مزایای فراوانی دارد، نخست آن که مقاومت و مخالفت سیاسی به همراه ندارد، زیرا مالکیت از دولت به عموم مردم (و نه گروهی خاص) انتقال می یابد، دوم، به سرعت می توان شرکت های دولتی را خصوصی سازی کرد و مهم تر از همه، این شیوه خصوصی سازی بازار سرمایه را رقابتی می سازد، تعداد بی شماری مالک با یکدیگر رقابت خواهند کرد تا سهام شرکت ها را خریداری کنند و مدیران شرکت ها نیز تحت فشار رقابتی سهامداران، مجبور به ایجاد و حفظ کارایی هستند. بررسی تجربه خصوصی سازی کشور چکسلواکی این شیوه و پیامدهای آن را روشن می کند.

### ۳- تجربه خصوصی سازی در چک<sup>۱</sup>

تنها پس از گذشت پنج سال از افول دولت کمونیستی چکسلواکی، بیش از ۸۰ درصد از دارایی های دولت به بخش خصوصی واگذار شد. تجربه چکسلواکی در واگذاری دارایی های دولت، آنچنان موفقیت آمیز می نمود که سایر کشورهای در حال گذار، پیروی از برنامه خصوصی سازی چکسلواکی را رسماً اعلام کردند. ۷۵۳۳ شرکت دولت چکسلواکی، به اشکال مختلف از مالکیت دولتی خارج و در اختیار بخش خصوصی قرار گرفت.

استرداد اموال مصادره شده، فروش به خارجی ها، فروش به شهرداری ها و واگذاری به عموم مردم روش های خصوصی سازی در چکسلواکی بود. خصوصی سازی از طریق واگذاری به عموم مردم عمده ترین روش خصوصی سازی بود که کشورهای دیگر سعی در تقلید و تکرار آن داشتند. این روش، خصوصی سازی کوپنی<sup>۲</sup> نامیده شد. تعداد شرکت های خصوصی شده و شیوه خصوصی سازی در جدول ۲ آمده است.

۱- در مورد تجربه خصوصی سازی کشور چک مطالعات بسیار گسترده ای صورت گرفته است. منابع اصلی این بخش عبارتند از: Ellerman, 1998, Federal Ministry of Finance (Prague), 1993, Hanousek, 1998.  
2- Voucher Privatization.

## جدول ۲- تعداد شرکت‌ها و شیوه خصوصی‌سازی در کشور چک

درصد	ارزش دارایی (میلیارد کرون)	درصد	تعداد شرکت	شیوه خصوصی‌سازی
۲/۸۶	۲۵	۱۳/۵	۱۰۲۶	۱- مزایده عمومی
۵/۳	۴۶/۳	۲۲/۳	۱۶۸۰	۲- فروش مستقیم
۸۶/۵	۷۵۴/۳	۲۳/۶	۱۷۷۷	۳- خصوصی‌سازی کوپنی
۳/۴	۳۰	۳۰/۸	۲۳۱۸	۴- انتقال رایگان به شهرداری
۰/۷	۶/۵	۸/۱	۶۰۳	۵- استرداد رایگان
۱/۱	۹/۵	۱/۷	۱۲۹	۶- استرداد غیررایگان
۱۰۰	۸۷۱/۶	۱۰۰	۷۵۳۳	جمع

منبع: Hanousek, 1998, P. 134.

همان‌طور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود از نظر تعداد، بیش از ۲۳ درصد و به لحاظ ارزش، بیش از ۸۶ درصد از شرکت‌های دولتی به شیوه واگذاری به‌عموم مردم، خصوصی شدند. خصوصی‌سازی کوپنی به این شکل صورت گرفت که به هر شهروند ۱۸ ساله و بالاتر ۱۰۰۰ واحد کوپن سرمایه‌گذاری به‌ازای مبلغ ۱۰۰۰ کرون که تقریباً معادل دستمزد یک هفته کارگران بود، داده شد. نزدیک به ۷۵٪ از افراد واجد شرایط، کوپن‌های سرمایه‌گذاری را خریداری کردند. دولت از ابتدا اعلام کرد خصوصی‌سازی کوپنی و فروش کوپن‌ها تنها در دو مرحله صورت خواهد گرفت، مرحله نخست از ماه مه تا دسامبر ۱۹۹۲ و مرحله دوم از ژانویه تا فوریه ۱۹۹۳ بود که به دلیل جدا شدن چک از اسلواکی مرحله دوم تا اواخر ۱۹۹۴ ادامه یافت. متقاضیان می‌توانستند در هر یک از دو مرحله، به خرید کوپن اقدام کنند.

دارندگان کوپن سرمایه‌گذاری می‌توانستند کوپن‌های خود را با سهام شرکت‌های دولتی معاوضه و یا قبل از اعلام مزایده، سهام "صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای خصوصی‌سازی"<sup>۱</sup> را خریداری کنند. در این صورت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در زمان مقرر کوپن‌های افراد را به سهام شرکت‌های دولتی تبدیل می‌کردند. در مرحله نخست ۷۲٪ و در مرحله دوم ۶۴٪ از کوپن‌ها به صندوق‌های سرمایه‌گذاری داده شد.

شیوه خرید و فروش سهام در مزایده به صورت مزایده‌های مرسوم نبود. اگر تقاضا برای سهام کمتر از عرضه سهام بود، یعنی به طور مثال اگر ۲۰۰۰ نفر خواستار خرید ۶۰۰۰ سهم از یک شرکت شده بودند و تعداد سهام آن شرکت ۱۰ هزار سهم بود، سهام شرکت به متقاضیان انتقال داده می‌شد و بقیه آن سهام به مرحله دوم انتقال پیدا می‌کرد و اگر تقاضا برای سهام یک شرکت بیش از عرضه سهام آن شرکت بود سهام شرکت فروخته نمی‌شد و متقاضیان در مرحله دوم دوباره در مزایده شرکت می‌کردند. دولت در مرحله دوم با توجه به اضافه تقاضا، تعداد سهام آن شرکت را به گونه‌ای تغییر می‌داد که تقاضا برای آن کاهش یابد. به این ترتیب کشور چک موفق شد با سرعت بسیار زیاد، واحدهای دولتی را به بخش خصوصی واگذار کند. گفته شد سرمایه‌داری توده‌ای<sup>۱</sup> یک شبه در چک جایگزین نظام برنامه‌ریزی شد.

نیکولاس استرن<sup>۲</sup> معاون و اقتصاددان ارشد بانک جهانی و دو اقتصاددان دیگر شیوه‌های خصوصی‌سازی در تمام کشورهای در حال گذار را بررسی کرده و آنها را در سه گروه جای دادند:

(الف) فروش به عموم مردم،<sup>۳</sup>

(ب) فروش مستقیم به سهامداران عمده که خارج از بنگاه هستند<sup>۴</sup> و

(ج) فروش به افراد درون بنگاه (کارکنان یا مدیران)<sup>۵</sup>.

در هریک از کشورهای در حال گذار یکی از سه روش فوق غالب بوده است. فهرست کشورهای در حال گذار و شیوه خصوصی‌سازی غالب برای هر یک از این کشورها در جدول ۳ آمده است. در ۱۱ کشور روش غالب خصوصی‌سازی، واگذاری به عموم مردم یا همان روش کشور چک بوده است، در ۹ کشور، فروش به کارکنان روش غالب و در پنج کشور دیگر، فروش به افراد بیرون از بنگاه و سهامداران عمده، اصل بوده است. همان‌طور که در این جدول نشان داده شده، خصوصی‌سازی به روش فروش به عموم مردم، روش غالب خصوصی‌سازی در اکثر

1- Mass Capitalism.

2- Nicholas Stern, 2000.

3- Vouchers.

4- Direct Sales to Outsiders.

5- Management /Employee Buyouts.



کشورهای در حال گذار بوده است. در قسمت بعد به بررسی نتایج شیوه‌های متفاوت خصوصی‌سازی می‌پردازیم.

#### ۴- شیوه خصوصی‌سازی و عملکرد اقتصادی

شیوه خصوصی‌سازی و عملکرد اقتصادی کشورهای در حال گذار در جدول ۳ آمده است. نسبت تولید ناخالص داخلی این کشورها در سال ۱۹۹۹ نسبت به سال ۱۹۸۹ به‌عنوان شاخص عملکرد اقتصادی انتخاب شده است. این نسبت برای گروه نخست یعنی کشورهای که فروش به‌عموم مردم را به‌عنوان شیوه غالب خصوصی‌سازی انتخاب کردند، به‌طور متوسط ۵۳ درصد بوده است. به‌عبارت دیگر تولید ناخالص داخلی این کشورها در سال ۱۹۹۹ نسبت به سال ۱۹۸۹ به میزان ۴۷ درصد کاهش یافته است. برای گروه دوم یعنی کشورهای که شرکت‌های دولتی را به کارکنان فروخته‌اند، نسبت تولید ناخالص داخلی در سال ۱۹۹۹ به ۷۵ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۱۹۸۹ کاهش یافته است و برای گروه سوم ۹۴ درصد بوده است. این تفاوت نشان می‌دهد که خصوصی‌سازی به‌روش واگذاری به‌عموم مردم، با تولید ناخالص داخلی کمتر و واگذاری از طریق سایر شیوه‌ها، با عملکرد اقتصادی بهتر همراه است.

در مورد عملکرد شرکت‌های خصوصی شده در کشور چک، پژوهش‌های مختلفی صورت گرفته است. عموم این مطالعات نشان می‌دهند که عملکرد این شرکت‌ها کاهش یافته است. به کمک شاخص‌های مختلف می‌توان عملکرد شرکت‌ها را بررسی کرد. یکی از معتبرترین شاخص‌های عملکرد شرکت‌ها، نسبت توپین، اقتصاددان مشهور است.<sup>۱</sup> هر قدر این نسبت بیشتر باشد به معنای ارزش بیشتر این شرکت در بازار سهام است. نسبت توپین برای بخش‌های مختلف صنایع کشور چک در سال ۱۹۹۶ محاسبه شد. در عموم صنایع این کشور نسبت توپین روند نزولی داشته است. در جدول ۴، نسبت توپین برای بخش‌های مختلف نشان داده شده است.

۱- Tobin's Q نسبت توپین در واقع ارزش شرکت در بازار به ارزش جایگزینی است. کاهش آن در طول زمان به معنای کاهش ارزش شرکت است.

## جدول ۳- شیوه خصوصی سازی و عملکرد اقتصادی

نام کشور	تولید ناخالص داخلی ۱۹۹۹ به تولید ناخالص داخلی ۱۹۸۹	شیوه خصوصی سازی
چک	٪۹۴	عموم مردم
لاتوی	٪۵۶	عموم مردم
لیتوانی	٪۷۰	عموم مردم
ارمنستان	٪۴۸	عموم مردم
آذربایجان	٪۴۷	عموم مردم
گرجستان	٪۳۱	عموم مردم
قزاقستان	٪۶۱	عموم مردم
قرقیزستان	٪۶۱	عموم مردم
مولداوی	٪۳۱	عموم مردم
روسیه	٪۵۵	عموم مردم
اکراین	٪۳۵	عموم مردم
بلغارستان	٪۶۷	فروش مستقیم
استونی	٪۷۸	فروش مستقیم
مجارستان	٪۹۹	فروش مستقیم
لهستان	۱/۲۸	فروش مستقیم
اسلواکی	۱/۰۱	فروش مستقیم
آلبانی	٪۹۳	کارکنان
کرواسی	٪۸۰	کارکنان
مقدونیه	٪۵۹	کارکنان
رومانی	٪۷۴	کارکنان
اسلونی	٪۱/۵	کارکنان
بلاروس	٪۸۱	کارکنان
تاجیکستان	٪۲۹	کارکنان
ترکمنستان	٪۶۱	کارکنان
ازبکستان	٪۹۷	کارکنان

جدول ۴- نسبت توبین برای بخش‌های مختلف کشور چک

میانگین نسبت توبین				نام بخش
۱۹۹۵	۱۹۹۴	۱۹۹۳	۱۹۹۲	
۰/۷۲	۰/۷۰	۰/۶۵	۰/۶۷	کشاورزی
۰/۶۰	۰/۶۵	۰/۶۱	۰/۸۳	لوازم چوبی
۰/۸۹	۰/۸۵	۰/۸۴	۱/۰۸	حمل و نقل
۰/۵۸	۰/۷۱	۰/۶۶	۱/۲۳	معدن
۰/۷۶	۰/۸۰	۰/۸۰	۰/۸۹	ساختمان
۰/۹۲	۰/۹۵	۱/۰۹	۱/۲۷	خوراکی
۰/۷۳	۰/۷۳	۰/۷۷	۰/۸۸	خدمات
۰/۶۱	۰/۷۳	۰/۷۳	۰/۸۸	نساجی
۰/۹۴	۰/۹۳	۰/۹۱	۱/۱۶	شیمیایی
۰/۷۱	۰/۷۲	۰/۷۴	۰/۸۵	ماشین آلات
۰/۸۵	۰/۸۲	۰/۹۸	۱/۱۹	فلزات

منبع: (Claessens, 1996, P.19)

همان‌طور که جدول ۴ نشان می‌دهد، نسبت توبین پس از خصوصی‌سازی در بسیاری از بنگاه‌ها کاهش یافته است. روند نزولی نسبت توبین به این معناست که خصوصی‌سازی شرکت‌ها نه تنها به افزایش کارایی منجر نشده، بلکه باعث کاهش آن بوده است.

همچنین قیمت سهام شرکت‌های واگذار شده نیز بیان‌گر کاهش سودآوری این شرکت‌هاست. بنابر گزارش سال ۲۰۰۰ بانک جهانی قیمت سهام شرکت‌های خصوصی شده، که در زمان واگذاری نیز بسیار ارزان عرضه شده بود، پس از گذشت ده سال کمتر از زمان واگذاری است.<sup>۱</sup>

۵- عملکرد شرکت‌ها در کشورهای در حال گذار

در مورد عملکرد بنگاه‌های خصوصی شده در کشورهای مختلف مطالعات بسیار

1- World Development Report, 1999.

زیادی صورت گرفته است. سیمون دجنکف و پیتر مورل<sup>۱</sup>، ۲۳ پژوهش که مرجع سایر مطالعات بوده انتخاب و نتایج آنها را تلفیق کردند. فرض کنید بدترین عملکرد یک شرکت صفر و بهترین عملکرد برابر با ۱۰۰ باشد. دجنکف و مورل، با بررسی نتایج ۲۳ مطالعه انجام شده، تأثیر تغییر هر یک از انواع مالکیت به نوع دیگر را بررسی کردند. در مطالعات انجام شده ۱۱ نوع مالکیت خصوصی و دولتی از یکدیگر تفکیک می‌شوند. این ۱۱ نوع عبارتند از:

۱- شرکت‌های سنتی دولتی<sup>۲</sup>: شرکت‌هایی که ۱۰۰٪ سهام آن متعلق به دولت است،

۲- شرکت‌های دولتی تجاری<sup>۳</sup>: شرکت‌هایی که بخش عمده آن متعلق به دولت بوده اما براساس قانون حاکم بر شرکت‌های خصوصی اداره می‌شوند،

۳- شرکت‌های کارکنان<sup>۴</sup>: شرکت‌هایی که مالکیت آنها به کارکنان (مدیران و کارگران) همان شرکت واگذار شده است،

۴- شرکت‌های بیرونی<sup>۵</sup>: شرکت‌هایی که به گروهی از افراد غیرشاغل در آن شرکت واگذار شده است،

۵- شرکت‌های کارگری<sup>۶</sup>: شرکت‌هایی که به کارگران همان شرکت واگذار شده است،

۶- شرکت‌های مدیران<sup>۷</sup>: شرکت‌هایی که مالکیت آنها به مدیران سابق واگذار شده است،

۷- شرکت‌های بانکی: شرکت‌هایی که سهامدار اصلی آنها بانک است،

۸- شرکت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری<sup>۸</sup>: شرکت‌هایی که سهامدار اصلی آنها صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند،

1- Simeon Djankov and Peter Murrel, 2000.

2- Traditional state enterprise.

3- Commercialized state enterprise.

4- Insider enterprise.

5- Outsider enterprise.

6- Worker enterprise.

7- Manager enterprise.

8- Investment fund enterprise.

- ۹- شرکت‌های سرمایه‌گذاران خارجی: شرکت‌هایی که سهامدار اصلی آنها اشخاص حقیقی یا حقوقی خارجی هستند،
- ۱۰- شرکت‌های اشخاص حقیقی یا حقوقی<sup>۱</sup>: شرکت‌هایی که سهامدار عمده آن یک فرد حقیقی یا شرکت دیگر داخلی است و
- ۱۱- شرکت‌های مالکان پراکنده<sup>۲</sup>: شرکت‌هایی که به تعداد زیادی از سهامداران کوچک تعلق دارد.

تأثیر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت در جدول ۵ نشان داده شده است. معنای اعداد مندرج در جدول این است که به‌طور مثال، تغییر مالکیت از دولتی سنتی، به خصوصی مالکان پراکنده شاخص عملکرد شرکت را به میزان ۱۰٪ بهبود می‌بخشد و اگر شرکت دولتی به مالکیت کارکنان درآید، شاخص عملکرد به میزان ۲۵٪ افزایش خواهد یافت.

جدول ۵- تأثیر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت

۱۰۰	شرکت‌های سرمایه‌گذاران خارجی
۹۵	شرکت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری
۹۵	شرکت‌های اشخاص حقیقی یا حقوقی عمده
۸۵	شرکت‌های مدیران
۶۱	شرکت‌های دولتی تجاری
۵۰	شرکت‌های بانکی
۴۳	شرکت‌های کارگری
۴۳	شرکت‌های بیرونی
۲۵	شرکت‌های کارکنان
۱۰	شرکت‌های مالکان پراکنده
۰	شرکت‌های سنتی دولتی

منبع: Simeon Djinkov and Peter Murrel 2000

نکته قابل تأمل این است که عملکرد شرکت‌های دولتی که به صورت تجاری اداره می‌شوند از عملکرد شرکت‌های خصوصی که مالکان آن افراد حقیقی

1- Block holder enterprise.

2- Diffuse outsider enterprise.

پراکنده، کارکنان، کارگران و بانک‌ها هستند، بهتر است. اگر شرکت‌های دولتی به‌مدیران، یا سهامداران عمده و یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاران خارجی واگذار شود، کارایی‌شان نسبت به شرکت‌های دولتی و سایر اشکال خصوصی‌سازی بیشتر خواهد بود.

تفاوت عملکرد هریک از اشکال ۱۱ گانه فوق می‌تواند موضوع بررسی و تحقیقات بیشتر باشد. به تفاوت عملکرد شرکت‌های دارای مالکان پراکنده توجه کنید. عملکرد این دسته از شرکت‌ها از تمام شرکت‌ها، به جز شرکت‌های سنتی دولتی، کمتر است. به عبارت دیگر اگر مالکیت شرکت‌های دولتی تجاری به شرکت‌های سهامی که تعداد زیادی سهامدار دارد، تبدیل شود، کارایی این شرکت‌ها کاهش می‌یابد. این مطالعه مؤید این فرضیه است که تغییر در ساختار مالکیت بر کارایی شرکت تأثیر می‌گذارد و خصوصی‌سازی به‌شیوه واگذاری به سهامداران کوچک می‌تواند نسبت به سایر شیوه‌های خصوصی‌سازی به کارایی کمتر منجر شود.

این شواهد و مطالعات دیگری که اغلب توسط اقتصاددانان و کارشناسان بانک جهانی صورت گرفت، فرضیه رابطه ساختار مالکیت و کارایی را مطرح ساخت. براساس این فرضیه کارایی شرکت‌ها متأثر از ساختار مالکیت است و برخلاف آموزه‌های رایج و مطالعات انجام شده در اقتصاد آمریکا، در کشورهای در حال گذار، میزان تمرکز مالکیت ممکن است به تغییرات اساسی در سودآوری و عملکرد بنگاه منجر شود.

پاسخ این سؤال که چرا واگذاری شرکت‌ها به سهامداران کوچک به کاهش کارایی، حتی کمتر از شرکت‌های دولتی منجر می‌شود، به زبان ساده چنین است: سهامداران کوچک فاقد انگیزه و توانایی لازم برای نظارت بر عملکرد مدیر و بنگاه هستند. نظارت بر رفتار مدیر نیازمند دانش و گردآوری و پردازش اطلاعات است، این عمل نیازمند صرف هزینه و تخصص است و سهامداران کوچک نه قدرت انجام این فعالیت‌ها را دارند و نه برای آنها مقرون به صرفه است که هزینه‌های آن را متقبل شوند. دلیل این که در کشوری همچون آمریکا کارایی و سودآوری

شرکت ارتباطی به ساختار مالکیت ندارد و به عبارت دیگر سهامداری کوچک نیز می‌تواند به سودآوری بنگاه منجر شود، این است که مجموعه نهادهای موجود در بازار اوراق بهادار، از سهامداران کوچک حمایت می‌کنند. وجود نظام نظارتی قوی همچون کمیسیون اوراق بهادار<sup>۱</sup>، که از سوی دولت مراقب عملکرد بنگاه‌ها و مدیران است و همچنین استانداردهای حسابداری دقیق و نظام گسترده حسابرسی و مؤسسات مالی که شرکت‌های بورسی را رتبه‌بندی می‌کنند، شرکت‌های سرمایه‌گذاری متعدد که مدیریت سبد سهام را به عهده دارند و محیط رقابتی، همه به سهامداران کوچک کمک می‌کنند تا بدون صرف هزینه زیاد بتوانند بر عملکرد مدیر و بنگاه نظارت کرده و دارایی‌های خود را در اختیار مدیران و شرکت‌هایی قرار دهند که حافظ منافع سهامداران باشد. این نهادها محصول ۲۰۰ سال فعالیت بورس در آمریکا بوده است و در کشورهایی مانند چکسلواکی که به تازگی تالار بورس در آنها راه‌اندازی شده است، این نهادها نه وجود خارجی دارند و نه یک شبه می‌توان آنها را با کارکرد مشابه خلق کرد.

همان‌طور که اقتصاددانان بانک جهانی، پس از آشکار شدن نتایج سیاست‌هایشان اعلام کردند، شیوه خصوصی‌سازی کوپنی و واگذاری به عموم مردم در عمل شرکت‌ها را تبدیل به اموالی کرد که مالک آن نامشخص بوده و فاقد سرپرست است<sup>۲</sup>. شرکت‌های دولتی مالک داشتند، اما مالک آنها به دلیل کمبود انگیزه که بیماری مالکیت دولتی است، بر رفتار مدیران، آن‌طور که باید و شاید نظارت نمی‌کرد. خصوصی‌سازی به شیوه کوپنی این نظام نظارتی و انگیزشی ناقص و ناکارآمد را منحل کرد، اما نظامی به مراتب ناقص‌تر و ضعیف‌تر را جایگزین آن کرد.

به دنبال این تجربه برای کشورهایی که می‌خواهند شرکت‌های دولتی خود را به بخش خصوصی واگذار کنند، آزمون این فرضیه بسیار ضروری است که آیا کارایی شرکت‌ها همچون کشور چک متأثر از ساختار توزیع مالکیت است و یا

1- Securities Exchange Commission.

2- Gray, W. Cheryl. 1996 and Shirley, M. Mary and Walsh, P. 2000.

همچون آمریکا سودآوری بنگاه، مستقل از تمرکز مالکیت است. در ایران نیز این سؤال، اهمیت بسیار دارد. خصوصی‌سازی در ایران مراحل اولیه را پشت سر می‌گذارد و هنوز حرکت جدی در این راستا صورت نگرفته است. دبیر کل بازار اوراق بهادار تهران طرح واگذاری شرکت‌های دولتی به عموم مردم را به شورای بورس ارائه داده است<sup>۱</sup> و برخی از تصمیم‌گیران نیز این شیوه را بهترین شیوه خصوصی‌سازی اعلام کرده‌اند. از همین رو آزمون این فرضیه در ایران ضروری است که آیا در ایران همچون کشور چک سهامداری کوچک و توزیع سهام شرکت‌های دولتی بین عموم مردم به کاهش شدید کارایی می‌انجامد یا آن که همچون آمریکا کارایی مستقل از تمرکز مالکیت است و کوچک شدن مالکیت تأثیری بر کارایی شرکت‌ها نخواهد داشت.

#### ۶- تمرکز مالکیت و کارایی در بازار اوراق بهادار تهران

برای آزمون فرضیه "رابطه تمرکز مالکیت با کارایی" در بازار اوراق بهادار تهران ابتدا باید میزان تمرکز مالکیت ۳۲۱ شرکت فعال در بازار اوراق بهادار محاسبه شود.<sup>۲</sup> در گزارش‌های سالانه بورس اوراق بهادار تهران سیزده نوع مالکیت از یکدیگر تفکیک می‌شود. این سیزده نوع عبارت است از: ۱- سازمان صنایع ملی ایران ۲- سازمان خصوصی‌سازی (سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی) ۳- بانک صنعت و معدن ۴- سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران ۵- شرکت‌های سرمایه‌گذاری ۶- سازمان تأمین اجتماعی ۷- شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی ۸- بنیاد مستضعفان و جانبازان ۹- بنیادها ۱۰- مؤسسات خیریه ۱۱- سهامداران خارجی ۱۲- بانک‌ها ۱۳- سایر

۱- رجوع شود به سایت اینترنتی بازار اوراق بهادار تهران [www.iranbourse.org](http://www.iranbourse.org). طرح توسعه مالکیت شهروندان ایرانی در بازار سرمایه. طرح مشابهی از سوی اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران در سال ۱۳۷۶ تهیه شد: خلعتبری، فیروزه. ۱۳۷۶. مالکیت فراگیر به عنوان ابزاری برای فقرزدایی، گسترش عدالت اجتماعی و توسعه اقتصادی" اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران.

۲- در مورد تأثیر ساختار مالکیت بر کارایی شرکت‌های بورسی تنها یک تحقیق صورت گرفته است که در آن تحقیق مالکیت براساس تقسیم‌بندی بازار اوراق بهادار و نه میزان تمرکز مالکیت صورت گرفته است. رجوع شود به گزارش ۲۷۶۰۷۰۲۷ بازار اوراق بهادار تهران.



سهامداران<sup>۱</sup>. سازمان کارگزاران بورس براساس این تقسیم‌بندی، اطلاعات شرکت‌ها را منتشر می‌کند. از این تقسیم‌بندی نمی‌توان میزان تمرکز مالکیت در شرکت‌ها و کل بازار را به‌دست آورد، زیرا نخست، این تقسیم‌بندی بر اساس مالک نهایی صورت نگرفته است و بسیاری از گروه‌های فوق خود مالک گروه‌های دیگر هستند. به‌طور نمونه تمام بانک‌ها دارای شرکت سرمایه‌گذاری بوده و مالک بخش عمده‌ای از سهام "شرکت‌های سرمایه‌گذاری"، بانک‌ها هستند. برای محاسبه تمرکز مالکیت، باید سهامی که به‌طور مستقیم و غیرمستقیم به بانک‌ها تعلق دارد، محاسبه شود. اما اطلاعات بورس تهران امکان محاسبه مالکیت غیرمستقیم را نمی‌دهد. دوم این که "گروه سایر" در تقسیم‌بندی بورس، شامل اشخاص حقوقی و حقیقی نامتجانس است. به‌طور مثال شرکت‌ها، صندوق‌های بازنشستگی و اشخاص حقیقی در گروه سایر سهامداران قرار گرفته‌اند که به‌لحاظ ماهیت و کارکرد بسیار متفاوتند.

برای به‌دست آوردن تصویری صحیح از وضعیت مالکیت شرکت‌های بورسی، اطلاعات خام مالکان بالاتر از یک درصد، از بورس اوراق بهادار گرفته شد. این اطلاعات در نرم‌افزارهای رایج نگهداری و منتشر نمی‌شود. از این رو اطلاعات تمام شرکت‌ها دوباره در کامپیوتر وارد و براساس تقسیم‌بندی‌های رایج در سایر بورس‌های جهان، پردازش شد. برای محاسبه مالک نهایی و اندازه‌گیری مالکیت غیرمستقیم، شناخت روابط مالکیت میان سهامداران ضروری بود. به‌دست آوردن این اطلاعات بسیار زمانبر و پیچیده است. علی‌رغم این محدودیت‌ها، مالکیت غیرمستقیم تمام سهامداران بالاتر از یک درصد در هر یک از ۳۲۱ شرکت محاسبه شد. اطلاعات حاصله تفاوت بسیار زیاد با اطلاعات بورس داشت. برای نمونه در گزارش سالانه ۱۳۷۹ بازار اوراق بهادار، وضعیت مالکیت شرکت تأمین ماسه ریخته‌گری به این ترتیب است: سهم سازمان گسترش ۳/۷۷٪، شرکت‌های سرمایه‌گذاری ۶/۹۹٪ و سایر سهامداران ۸۹/۲۸٪. برای شناخت مالک واقعی این

۱- رجوع شود به گزارش‌های سالانه بازار اوراق بهادار تهران فصل ۲.

شرکت، فهرست سهامداران بالای یک درصد به دست آمد و سپس روابط مالکیتی هر یک از این سهامداران استخراج شد. این محاسبه روشن ساخت بر خلاف گزارش بازار اوراق بهادار، مالک نهایی این شرکت دولت و نه سایر سهامداران است زیرا ایران خودرو ۶۵٪ از سهام این شرکت را در اختیار دارد که سهم آن در سایر سهامداران لحاظ شده است. از سوی دیگر سازمان گسترش خود ۳۶٪ از سهام ایران خودرو را در اختیار دارد که خود در گروه دولت قرار می‌گیرد. با استفاده از این روش وضعیت مالکیت کلیه شرکت‌های بورسی شناسایی شد.

برای محاسبه تمرکز در بازار سهام چند شاخص وجود دارد. همان‌طور که گفته شد سهم پنج، ده و بیست سهامدار عمده و شاخص هرفیندال، رایج‌ترین شاخص‌های محاسبه تمرکز در بورس هستند. در محاسبه سه شاخص نخست، مجموع سهم پنج، ده و بیست سهامدار بزرگ هر شرکت اندازه‌گیری و سپس متوسط سهم این سه گروه در مجموع شرکت‌ها محاسبه می‌شود. برای اندازه‌گیری شاخص هرفیندال مجموع مربع سهم هر یک از سهامداران محاسبه می‌شود. این شاخص به صورت زیر نمایش داده می‌شود که در آن  $HH$  سهم هر سهامدار از کل سهام آن شرکت است:

$$HH = \sum S_i^2 \quad (2)$$

در جدول ۶، سهم ۵، ۱۰ و ۲۰ سهامدار بزرگ و همچنین شاخص هرفیندال برای بازار اوراق بهادار تهران و گروه‌های مختلف محاسبه شده است. سهم پنج سهامدار عمده در مجموع بازار اوراق بهادار ۷۴ درصد است. یعنی سهم پنج سهامدار بزرگ در شرکت‌های بورسی به‌طور متوسط بیش از ۷۴ درصد است. به همین ترتیب سهم ده سهامدار بزرگ به‌طور متوسط در شرکت‌ها بیش از ۷۹ درصد و سهم بیست سهامدار به‌طور متوسط ۸۱/۹ درصد است. شاخص هرفیندال نیز برای شرکت‌ها به‌طور متوسط ۳۲۴۵/ است. بر اساس شاخص هرفیندال صنعت "ساخت ماشین‌آلات" و بر اساس سه شاخص دیگر صنعت "استخراج معدن" دارای بیشترین مقدار تمرکز در سهام است. شاخص هرفیندال برای

صنعت نخست ۰/۴۵۰۱ و سهم ۲۰ سهامدار عمده در صنعت استخراج معدن ۸۸/۳۸٪ است. کمترین مقدار تمرکز بر اساس شاخص هرفیندال متعلق به صنعت "ساخت رادیو و تلویزیون" است. شاخص هرفیندال در این گروه ۱۳۶۸/۱ و سهم ۲۰ سهامدار عمده ۷۱/۶٪ است. بر اساس شاخص پنج سهامدار عمده حداقل تمرکز ۶۵/۲٪ و حداکثر ۸۷/۴۷٪ است و براساس شاخص ده سهامدار عمده حداقل تمرکز ۶۹/۹٪ و حداکثر ۸۸/۳۸٪ و براساس شاخص ۲۰ سهامدار عمده حداقل تمرکز ۷۱/۶٪ و حداکثر ۸۸/۳۸٪ است. میزان تمرکز مالکیت هر یک از شرکت‌ها نیز محاسبه شده که در این جدول نیامده است. کمترین میزان تمرکز در شرکت‌ها بر اساس سهم پنج سهامدار بزرگ در شرکت تولیدی و صنعتی ثابت خراسان ۱۲ درصد بوده و حداکثر تمرکز در شرکت صنعتی مینو ۱۰۰ درصد است. این تفاوت تمرکز در شرکت‌ها امکان آزمون رابطه تمرکز و کارایی در شرکت‌های بورس را ممکن می‌کند. قبل از آزمون این فرضیه مقایسه تمرکز مالکیت در شرکت‌های بورسی ایران با سایر کشورها مفید است.

در جدول ۷ سهم پنج سهامدار عمده در بازار سهام ایران، با پنج کشور مقایسه شده است. میانگین تمرکز در آمریکا ۲۵/۴ درصد و در ایران ۷۴/۱ درصد است. همان‌طور که مشاهده می‌شود میزان تمرکز در بازار اوراق بهادار ایران از هر پنج کشور بیشتر است. چین با ۵۸/۱ درصد پس از ایران دارای بیشترین میزان تمرکز است. علاوه بر میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر تمرکز نیز بیان‌گر تمرکز شدید مالکیت در بازار بورس ایران است. براساس میانه، سهم پنج سهامدار عمده در ۵۰٪ از شرکت‌های بورسی ایران کمتر از ۸۰/۳۴٪ است، پس از ایران چین با ۵۸/۳ درصد بیشترین و آمریکا با ۲۰/۹، کمترین میانه را دارد. حداقل تمرکز تنها در آلمان بیشتر از ایران است و در سایر کشورها کمتر از ایران است. حداکثر تمرکز در ایران ۱۰۰ است که بیشترین مقدار است. مقایسه میزان سهم پنج سهامدار عمده در ایران با پنج کشور مذکور که دو کشور از آنها از کشورهای کمونیستی سابق هستند، به‌خوبی نشان می‌دهد که بازار سهام ایران بسیار متمرکز است.

## جدول ۶- تمرکز مالکیت در گروه‌های مختلف بازار اوراق بهادار تهران (درصد)

H	P20	P10	P5	صنعت
/۴۳۸۱	۸۸/۳۸	۸۸/۳۸	۸۷/۴۷	استخراج معدن
/۳۸۵۹	۸۳/۲	۸۲/۲	۷۸/۱	محصولات غذایی
/۲۹۴۵	۷۵	۷۱/۰۴	۶۵/۱	نساجی
/۲۱۵۲	۷۷/۶	۷۴/۸	۶۶/۹	چوب و کاغذ
/۳۰۲۳	۸۷/۸	۸۷/۴	۸۲/۸	نفت
/۲۷۵۸	۸۳/۵	۷۹/۲	۷۳/۶	دارو
/۳۵۶۲	۸۰/۶	۷۷/۲	۷۱/۱	لاستیک
/۲۹۳۶	۸۱/۳	۷۸/۸	۷۵/۱	سیمان
/۳۲۰۵	۸۳/۱	۸۰/۳	۷۵/۲	فلزات اساسی
/۴۵۰۱	۸۸/۱	۸۴/۵	۸۰	ساخت ماشین‌آلات
/۳۳۲۰	۸۵/۶	۸۴/۹	۸۰	لوازم برقی
/۱۳۶۸	۷۱/۶	۶۹/۹	۶۶/۹	رادیو و تلویزیون
/۴۰۸۸	۸۷/۶	۸۶/۳	۸۲/۴	وسایل نقلیه
/۲۷۲۸	۷۴/۹	۷۳/۱	۶۵/۲	واسطه‌گری مالی
/۳۲۴۵	۸۱/۹	۷۹/۳	۷۴/۱	کل بازار
/۲۸۰۷	۸۵/۸۴	۸۴/۷۶	۸۰/۳۴	میان‌ه
۲/۳	۱۶/۳	۱۸/۹	۲۳	انحراف معیار
/۹۹۹۹	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	حداکثر
/۰۰۳۰	۱۳/۰۴	۱۳/۰۴	۱۳/۰۴	حداقل

منبع: محاسبات تحقیق

## جدول ۷- سهم پنج سهامدار عمده بازار سهام ایران و پنج کشور دیگر (درصد)

ایران	چین	چک	آلمان	ژاپن	آمریکا	میانگین
۷۴/۱	۵۸/۱	۵۷/۸	۴۱/۵	۳۳/۱	۲۵/۴	میانگین
۸۰/۳۴	۵۸/۳		۳۷	۲۹/۷	۲۰/۹	میان‌ه
۲۳	۱۵/۸	۱۷/۵	۱۴/۵	۱۳/۸	۱۶	انحراف معیار
۱۲/۰۴	۳/۱		۱۵	۱۰/۹	۱/۳	حداقل
۱۰۰	۹۴/۴		۸۹/۶	۸۵	۸۷/۱	حداکثر

منبع: Xiaonian 1997, P.49 وستون آخر محقق

## ۷- آزمون فرضیه تمرکز و کارایی در بازار اوراق بهادار تهران

بررسی رابطه تمرکز مالکیت با عملکرد شرکت‌ها نیازمند اندازه‌گیری کارایی شرکت‌هاست. معمولاً از معیارهای زیر برای ارزیابی عملکرد شرکت‌های بورسی استفاده می‌شود.

۱- کیوتوبین: نسبت ارزش شرکت در بازار سهام به ارزش دفتری منهای بدهی

شرکت

ارزش شرکت در بازار سهام

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{ارزش شرکت در بازار سهام}}{\text{(ارزش دفتری - بدهی شرکت)}} \quad (۳)$$

صورت این کسر حاصل ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت سهام و مخرج آن ارزش دارایی شرکت پس از کسر بدهی‌های آن است. هر قدر این نسبت بیشتر باشد به معنای بالاتر بودن ارزش دارایی‌های شرکت در بازار سهام است. به عبارت دیگر این نسبت بیان‌گر چگونگی استفاده از دارایی شرکت و عملکرد آن است. هر قدر عملکرد شرکت نزد سهامداران بهتر باشد، تقاضا برای سهام آن افزایش می‌یابد که موجب افزایش قیمت سهام شرکت و ارزش آن خواهد شد و بالعکس شرکتی که عملکرد آن از نظر سهامداران بد باشد ارزش آن و در نتیجه کیو توبین کاهش می‌یابد. نسبت کیو توبین از رایج‌ترین شاخص‌های عملکرد شرکت‌های بورسی است که محاسبه آن در بازار سهام ایران با محدودیت جدی روبروست. ارزش دارایی شرکت‌های بورسی به قیمت واقعی برآورد نشده است و تفاوت فاحشی میان ارزش دفتری شرکت‌ها با قیمت‌های واقعی آنها وجود دارد. یکی از دلایل این مسأله، مالیات سنگین تجدید ارزیابی شرکت‌ها یعنی قیمت‌گذاری به‌روز و مجدد دارایی شرکت‌ها تا سال ۱۳۸۱ است. شرکت‌ها تمایلی برای برآورد و اعلام دارایی خود به قیمت روز نداشتند و ارزش دفتری اظهار شده نمی‌توانست بیان‌گر ارزش واقعی این شرکت‌ها باشد. از سوی دیگر ارزش سهام شرکت‌ها در بورس هم واقعی نیست. در عموم کشورها، شرکت‌های بورسی موظف به آزاد نگاه داشتن بخشی از سهام خود و عرضه آن در بازارند. این الزام در ایران وجود ندارد. شرکت‌ها می‌توانند با فروش تنها یک درصد از سهام خود به چند برابر قیمت واقعی به یکی از شرکت‌های تابعه، ارزش شرکت را در بازار به صورت غیرواقعی نشان دهند. در عموم کشورها، شرکت‌ها از معاملات ساختگی منع می‌شوند و موظف به عرضه سهامند و نمی‌توانند با عرضه تنها درصد اندکی از سهام، قیمت و ارزش خود را به صورت کاذب افزایش دهند. به این ترتیب صورت و مخرج کسرنسبت کیو توبین در ایران به درستی قابل محاسبه نیست.

۲- بازدهی سهام. شاخص دیگر اندازه‌گیری سودآوری شرکت‌های بورسی است که از دو بخش تشکیل می‌شود:

- سود نقدی<sup>۱</sup> یا سودی که شرکت در پایان هر دوره مالی میان سهامداران توزیع می‌کند،

- سود سرمایه<sup>۲</sup> یا سود ناشی از افزایش قیمت سهام در بازار سهام. بازدهی سهام از جمع این دو بازدهی حاصل می‌شود و آن را به‌صورت زیر می‌توان نشان داد:

$$R_t = (D_t + P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} \quad (۴)$$

$R_t$  = بازدهی سهام در زمان  $t$ ,

$D_t$  = سود نقدی در زمان  $t$ ,

$P_t$  = قیمت سهام در زمان  $t$ ,

$P_{t-1}$  = قیمت سهام در زمان  $t-1$ .

در این جا از شاخص بازدهی سهام به‌عنوان شاخص عملکرد شرکت‌های بورسی استفاده خواهیم کرد. بازدهی سالانه سهام شرکت‌های بورسی از سوی بورس اوراق بهادار تهران اعلام می‌شود. بازده سهام یک سال شرکت نمی‌تواند بیان‌گر عملکرد واقعی شرکت باشد، زیرا یک شرکت می‌تواند برای جذب سرمایه‌گذاران، بازدهی سهام خود را در یک‌سال به‌طور کاذب بالا نشان دهد. اما این سیاست در طول چند سال غیرقابل تداوم خواهد بود. مؤسسه توسعه صنعت سرمایه‌گذاری (اتحادیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری ایران) متوسط ماهانه بازدهی سهام در طول چهار سال ۸۰-۱۳۷۶ را محاسبه کرده است که از این شاخص به‌عنوان معیار کارایی و عملکرد شرکت‌های بورسی استفاده شد.<sup>۳</sup>

مدل کلی زیر برای بررسی رابطه میزان تمرکز و نرخ بازدهی به‌صورت تمام لگاریتمی تصریح می‌شود. این مدل از میان مدل‌های مختلف برگزیده شده است.

1- Cash Dividend.

2- Capital Gain.

۳- رجوع شود به سایت مؤسسه توسعه صنعت سرمایه‌گذاری [www.iran/invest.org](http://www.iran/invest.org)

نتایج برآورد این مدل در جدول ۸ نشان داده شده است.

$$\log R_i = \alpha + \beta_1 \log H_i + \beta_2 \log S_i + \beta_3 \log bda_i + \beta_4 \log PS_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

$R_i$  = میانگین نرخ بازدهی کل سهام شرکت،

$H_i$  = شاخص هرفیندال شرکت،

$S_i$  = میزان فروش شرکت،

$bda_i$  = نسبت بدهی به دارایی شرکت و

$PS_i$  = نسبت سود به فروش شرکت.

جدول ۸- نتایج رگرسیونی مدل‌های مختلف تمرکز در بازار سهام ایران

معادله دوم	معادله اول	متغیرهای توضیحی
----	.۱۲ (۲/۴)	شاخص هرفیندال $H$
-۰/۰۵۶ (۰/۳۸)	۰/۰۰۳ (۰/۰۲۱)	نسبت بدهی به دارایی $dba$
-	۰/۲۶ (۴/۴)	نسبت سود به فروش $PS$
۰/۱۹ (۳/۶)	۰/۱۹ (۳/۷)	فروش $s$
۰/۱۹ (۱/۳۴)	-	سهام پنج سهامدار عمده $I5$
۰/۰۵	۰/۱۳	$R^2$
۵/۱۴	۹/۳	$F$

منبع: تحقیق

فرضیه این است که ضریب شاخص تمرکز و ضریب متغیر سود به فروش مثبت است. با افزایش تمرکز و نسبت سود به فروش، نرخ بازدهی افزایش می‌یابد. علامت مورد انتظار برای متغیر فروش نیز مثبت است. در حالی که علامت مورد انتظار برای متغیر نسبت بدهی به دارایی منفی است.

$R^2$  تعدیل شده از ۵ تا ۱۳ درصد متغیر است. از آنجا که هدف این مدل توضیح کارایی شرکت‌ها نبوده و معناداری یک متغیر میزان تمرکز را جستجو می‌کند، پایین بودن  $R^2$  اهمیت ندارد. همان‌طور که مشاهده می‌شود تمرکز، تأثیر

مثبت و معنادار بر بازدهی سهام دارد. به عبارت دیگر هر قدر تمرکز مالکیت در شرکت‌های فعال در بورس بیشتر باشد، بازدهی سهام بیشتر خواهد بود و بالعکس عدم تمرکز مالکیت به کاهش بازدهی می‌انجامد.

مقایسه این نتایج با سه مطالعه دیگر که در کشورهای آمریکا، چک و چین صورت گرفته، در جدول ۹ آمده است. تحقیق نخست در سال ۱۹۸۶ در مورد شرکت‌های فعال در بازار سهام آمریکا است که توسط "دمسترز و لن" صورت گرفت و نتایج آن در ابتدای این مقاله آورده شده است. دو مطالعه دیگر در کشورهای چک<sup>۱</sup> و چین<sup>۲</sup>، جداگانه صورت گرفته است. این دو تحقیق نیز رابطه کارایی و تمرکز مالکیت در شرکت‌های بورسی را مورد بررسی قرار دادند، اما برخلاف تحقیق "دمسترز و لن" به این نتیجه دست پیدا کردند که تمرکز مالکیت، تأثیر مثبتی بر کارایی دارد. در هر سه تحقیق که در مورد کشورهای آمریکا، چین و چک صورت گرفته، خوبی برآزش پایین و نزدیک به نتایج این تحقیق است. به لحاظ حجم نمونه، مطالعه انجام شده در ایران دارای کمترین تعداد است. این مشکل به این دلیل است که اطلاعات مربوط به سهم سهامداران کوچک در سازمان بورس تهران نگهداری نمی‌شود و به هیچ وجه شناخت تمرکز مالکیت در سال‌های گذشته امکان‌پذیر نیست. در هر چهار پژوهش از شاخص هرفیندال و سهم پنج سهامدار عمده برای سنجش تمرکز استفاده شده است.

مقایسه این چهار مطالعه با یکدیگر نشان می‌دهد که تفاوتی مشخص میان آمریکا با سه کشور دیگر وجود دارد. در آمریکا تمرکز مالکیت، تأثیری بر کارایی ندارد و با هر ساختاری از مالکیت می‌توان به کارایی دست یافت. اما در چین، چک و ایران تمرکز مالکیت با کارایی رابطه مثبت دارد، در این کشورها کوچک کردن مالکیت کارایی شرکت را کاهش می‌دهد و تمرکز مالکیت با افزایش کارایی همراه خواهد بود. از این رو خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی از طریق واگذاری سهام آنها به مردم مانند روش کوپنی در چک، می‌تواند به کاهش کارایی منجر شود.

1- Djankov, 2000.

2- Xu, Xiaonian, and Wang, Yan. May 1997.



جدول ۹ - مطالعات تجربی تأثیر تمرکز بر کارایی

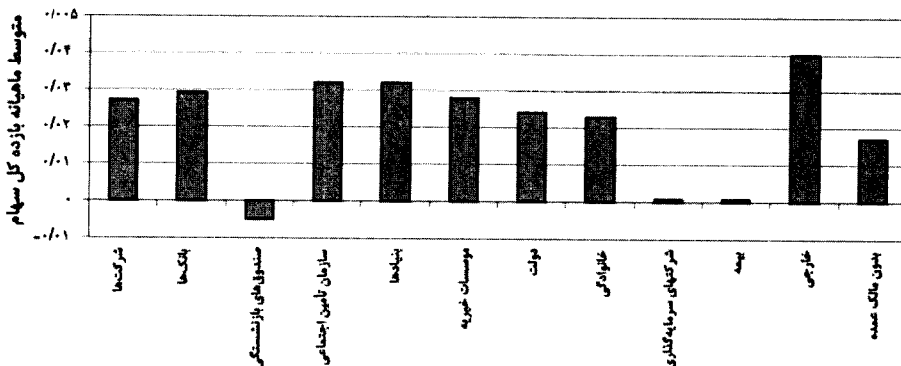
کشور	نمونه مورد بررسی	سال	متغیر وابسته	متغیرهای توضیحی	نتایج
آمریکا <sup>۱</sup>	۵۳۶ شرکت آمریکایی در بازار سهام (۸۰-۱۹۷۶)	۱۹۸۶	میانگین سود پس از مالیات به‌ارزش دفتری دارایی‌ها	شاخص هرfindal/سهم پنج و ده و بیست سهامدار عمده/متوسط ارزش کل دارایی/نسبت تحقیق و توسعه به‌فروش نسبت مخارج به‌فروش و چند متغیر موهومی	هیچ رابطه معنی‌داری میان تمرکز و سودآوری وجود ندارد. $R^2$ مدل ۱۰٪ بوده است.
چک <sup>۲</sup>	۱۱۹۱ شرکت فعال در بورس پراگ (۹۵-۱۹۹۳)	۱۹۹۶	کیو توبین و سودآوری	نسبت دارایی به‌سهام/اسال متغیر موهومی برای بخش‌ها/شاخص هرfindal و سهم پنج سهامدار	$R^2$ برای متغیر وابسته کیو توبین ۱۴-۱۷٪ و برای متغیر سودآوری ۸-۱۰٪ و نسبت دارایی به‌سهام در در رگرسیون کیو مثبت و در رگرسیون سودآوری منفی/افزایش تمرکز به‌سودآوری و کیو بیشتر منجر می‌شود.
چین <sup>۳</sup>	۵۲۷ شرکت فعال در بازار سهام شانگهای وش ترن (۹۴-۱۹۹۲)	۱۹۹۷	ارزش سهم در بازار به‌ارزش دفتری و نسبت سود پس از کسر مالیات به‌ارزش دفتری سهام	فروش/نسبت بدهی به‌دارایی/متغیر موهومی برای بخش‌ها/نرخ رشد اقتصادی/شاخص هرfindal/سهم پنج سهامدار عمده	شاخص‌های تمرکز مثبت و معنی‌دار است. $R^2$ از ۲۵٪-۵٪
ایران	۳۲۱ شرکت فعال در بازار اوراق بورس بهادار تهران	۱۳۸۱ شمسی	میانگین هندسی نرخ بازدهی کل سهام از ۱۳۷۵-۱۳۸۰/ میانگین نرخ بازدهی سهام از سال ۸۰-۱۳۷۹	شاخص هرfindal/سهم پنج سهامدار عمده/نسبت بدهی به‌دارایی فروش/ مالکیت/نسبت فروش به‌سود.	رابطه میان شاخص‌های تمرکز و متغیر وابسته مثبت و معنی‌دار است. $R^2$ از ۱۳٪-۵٪

1- Demsetz, Harold and Lehn, Kenneth, 1986.

2- Djankov, Simeon and Pohl, Gerhard, 1999.

3- Xu, Xiaonian, and Wang, Yan, 1997.

مقایسه متوسط بازدهی اشکال گوناگون مالکیت بهتر می‌تواند تأثیر نوع مالکیت بر سودآوری را نشان دهد. در نمودار ۱ متوسط بازدهی ماهیانه شرکت‌های بوری در دوره چهار ساله ۱۳۸۰-۱۳۷۶ مقایسه شده است. دوازده نوع ساختار مالکیت از یکدیگر تفکیک شده‌اند. بازدهی شرکت‌های فاقد مالک عمده از هشت نوع ساختار مالکیتی (شرکت‌ها، بانک‌ها، سازمان تأمین اجتماعی، بنیادها، مؤسسات خیریه، دولت، خانوادگی، و خارجی) کمتر و از سه ساختار مالکیتی (صندوق بازنشستگی، بیمه، و شرکت‌های سرمایه‌گذاری) بیشتر بوده است. این تفاوت نشان می‌دهد خطر کاهش کارایی شرکت‌های دولتی با واگذاری آنها به عموم مردم وجود دارد و در اجرای سیاست طرح سهام عدالت باید با احتیاط بیشتر عمل کرد.



نمودار ۱- ساختار مالکیت و بازده آنها در بازار اوراق بهادار تهران

## ۸- خلاصه و نتیجه‌گیری

در ابتدای دهه ۱۹۹۰ تصور می‌شد که ساختار مالکیت تأثیری بر کارایی شرکت‌ها ندارد و هر قدر مالکیت کوچک‌تر و بازار سرمایه رقابتی‌تر باشد کارایی شرکت‌ها افزایش خواهد یافت. از دل این نظریه، خصوصی‌سازی کوپنی استخراج شد. در این روش سهام شرکت‌های دولتی به تعداد زیادی سهامدار انتقال می‌یابد. بسیاری از کشورهای در حال‌گذار، از این روش برای خصوصی‌سازی استفاده

کردند. سرعت زیاد خصوصی‌سازی، عدم مقاومت سیاسی و توزیع عادلانه دارایی‌های عمومی، مزیت‌های این روش است. علاوه بر این مزیت‌ها تصور می‌شد این روش به رقابت در بازار سرمایه بینجامد و تمامی نکات مثبت بازار رقابتی را به‌ارمغان آورد. در عمل کشورهایی که از این روش استفاده کردند با کاهش بیشتر تولید ناخالص داخلی روبرو شدند و بنگاه‌هایی که در آن تعداد زیادی سهامدار جایگزین مالکیت دولتی شدند از سایر انواع مالکیت خصوصی عملکردی بدتر داشتند.

این تجربه به‌مسأله رابطه ساختار مالکیت و کارایی دامن زد. تا پیش از این تجربه آموزه‌های علم اقتصاد و تجربه کشور آمریکا این تصور را به‌وجود آورده بود که ساختار مالکیت تأثیری بر کارایی ندارد. تجربه کشورهای در حال‌گذار روشن ساخت که کوچک شدن مالکیت در کشورهایی که فاقد نهادهای حقوقی و اجرایی لازم برای حمایت از سهامداران کوچک هستند، به افت کارایی بنگاه می‌انجامد. رابطه ساختار مالکیت با کارایی برای کشوری که سیاست خصوصی‌سازی را تعقیب می‌کند حائز اهمیت است. در ایران این سیاست جزو برنامه‌های توسعه سوم و چهارم اعلام شده است و دولت طرح سهام عدالت را تصویب کرده است. به‌همین دلیل بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر کارایی بنگاه‌ها اهمیت دارد.

در این تحقیق ساختار مالکیت و رابطه آن با کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار بررسی می‌شود. ساختار مالکیت در بازار اوراق بهادار تهران بسیار متمرکز است. سهم پنج سهامدار عمده در شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران، به‌طور متوسط ۷۴ درصد و سهم ده سهامدار بزرگ به‌طور متوسط در شرکت‌ها بیش از ۷۹ درصد و سهم بیست سهامدار به‌طور متوسط ۸۱/۹ درصد است. شاخص هرفیندال نیز برای شرکت‌ها به‌طور متوسط ۳۲۴۵/ است. بر اساس شاخص هرفیندال، صنعت "ساخت ماشین‌آلات" و بر اساس سه شاخص دیگر (سهم پنج، ده، و بیست سهامدار عمده) صنعت "استخراج معدن" دارای بیشترین مقدار تمرکز در مالکیت است. مقایسه شاخص‌های تمرکز با پنج کشور آمریکا، ژاپن، آلمان، چین و چک نشان می‌دهد که بازار سهام ایران دارای ساختار

مالکیتی بسیار متمرکز است. علی‌رغم این ساختار، تنوع ساختار مالکیت در بازار اوراق بهادار وجود دارد و این تنوع اجازه آزمون فرضیه رابطه ساختار مالکیت و کارایی را می‌دهد.

برآورد معادله بازدهی (سود نقدی به‌علاوه سود سرمایه) نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت یکی از متغیرهای توضیح دهنده بازدهی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار است. همچنین رابطه‌ای مثبت میان تمرکز مالکیت و کارایی دیده می‌شود. در ایران همچون چین و کشور چک تمرکز بیشتر مالکیت با کارایی بیشتر همراه است. به‌عبارت دیگر کوچک کردن مالکیت تأثیر منفی بر کارایی دارد. بر همین اساس در اجرای طرح واگذاری مالکیت شرکت‌های دولتی به‌عموم مردم، باید تأمل بیشتری کرد. در ایران بازار اوراق بهادار فاقد ساختار حقوقی و ظرفیت اجرایی لازم برای حمایت از سهامداران کوچک است. در چنین شرایطی خصوصی‌سازی با استفاده از روش کوپنی می‌تواند به‌کاهش تولید ناخالص داخلی منجر شده و حتی همچون کشور چک نه تنها به توزیع عادلانه درآمد نینجامد بلکه به‌زیان گروه‌های هدفی باشد که به‌منظور بهبود درآمد آنها این سیاست طراحی شده است.

بررسی رابطه تمرکز مالکیت و کارایی نیازمند مطالعات گسترده‌تر است. اطلاعات بازار اوراق بهادار تهران در طول زمان نگهداری نمی‌شود و تنها آخرین وضعیت مالکیتی شرکت‌ها قابل دسترسی است. بررسی این مسأله در مقاطع زمانی دیگر می‌تواند تحول ساختار مالکیت در بازار اوراق بهادار تهران را روشن ساخته و فرضیه این تحقیق را دوباره آزمون کند.

### فهرست منابع

- ۱- بازار اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۳، طرح توسعه مالکیت شهروندان ایرانی در بازار سرمایه.
- ۲- بازار اوراق بهادار تهران، گزارش‌های سال ۱۳۷۶ و ۱۳۷۷ و ۱۳۷۸ و ۱۳۷۹ و ۱۳۸۰.
- ۳- خلعتبری، فیروزه، ۱۳۷۶. مالکیت فراگیر به‌عنوان ابزاری برای فقرزدایی، گسترش عدالت اجتماعی و توسعه اقتصادی، اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران.

- ۴- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۶، *بازده سرمایه و ساخت مالکیت*.
- ۵- شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران: کد گزارش ۲۷۶۰۷۰۲۷.
- 6- Coase, Ronald, H. (1960), "The Problem of Social Cost," *Journal of Law and Economics*, October, 3, 1-44.
- 7- Demsetz, Harold and Lehn, Kenneth .(1985). "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, vol.39, no.6.
- 8- Djankov ,Simeon and Pohl, Gerhard .(1997). "Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic", *WB Policy ,Research Working Papers ,WPS 1737*.
- 9- Djankov .S. and Murrell .P. November, (2000) ."Enterprise Restructuring in Transition :A Quantitative Survey", World Bank.
- 10- Ellerman .D. (1998), "Voucher Privatization with Investment Funds :”An Institutional Analysis .”, World Bank.
- 11- Gray,W. Cheryl. (1996), "In Search of owners". World Bank ,working paper no.1595.
- 12- Hanousek Jan and Kroch. A. Eugen, (1998). "The two waves of voucher privatization in the Czech Republic: a model of learning in sequential bidding", *Applied Economics*. 1998
- 13- Shirley, M. Mary and Walsh, P., (2000). "Public versus Private Ownership: The Current State of the Debate", [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
- 14- Stern Nicholas ,Commander Simon, Mark Dutz, (2000). "Restructuring in Transition Economies,Ownership,Competition and Regulation". [www.worldbank.org/research/ abcde/ washington\\_11/pdfs/stern.pdf](http://www.worldbank.org/research/ abcde/ washington_11/pdfs/stern.pdf),
- 15- Stiglitz ,J.E. (1994). "Whither Socialism?".MIT press,Cambridge.
- 16- World Bank, "World Development Report 1998/1999. Knowledge for Development", Oxford University Press
- 17- Xu,Xiaonian ,and Wang ,Yan. (1997). "Ownership Structure ,Corporate Governance ,and Firms’Performance: The Case of Chinese StockCompanies” .World Bank, May.