

# خصوصی سازی و آثار آن بر بازارهای مالی

استاد : سرکار خانم دکتر نگار خسروی پور  
ارائه دهندگان : امیررضا مجدآبادی فراهانی و احسان مزیدی

اتلاف و کمبود منابع، دو معضل بنگاه‌های دولتی در کشورهای در حال توسعه‌اند. در حالی که این کشورها با انواع محدودیت‌ها در منابع مواجه‌اند، اقتصاد دولتی مانع استفاده بهینه از این منابع محدود می‌شود. یکی از بهترین راهکارهای حل توأمان این دو مشکل، خصوصی‌سازی است. دولت برنامه‌های خصوصی‌سازی را به منظور بهبود کارایی اقتصادی بنگاه‌های دولتی برمی‌گزیند و امیدوارند از این طریق، بازارهای ملی سهام آن‌ها توسعه یابد و با تخصیص کارای منابع، رشد و شکوفایی اقتصادی فراهم گردد. در ایران نیز با ابلاغ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانونی اساسی، گامی مهم در تحول رویکرد اقتصادی کشور برداشته شد.

## مقدمه

خصوصی سازی توسط دولت مارگارت تاچر در بریتانیا و در اوایل دهه ۱۹۸۰، به افکار عمومی معرفی شد. به عبارت دیگر او برای اولین بار واژه خصوصی سازی را جایگزین واژه دولت زدایی نمود که واژه ای ثقیل بود. اگرچه در ابتدا بسیاری به دیده تردید به آن نگاه می کردند، اما در طول ۲۵ سال گذشته خصوصی سازی به عنوان یکی از محورهای اصلی سیاست و اقتصاد، جنبه جهانی به خود گرفت و نقش بنگاه های دولتی را هم در کشورهای در حال توسعه و هم در کشورهای توسعه یافته به شدت کاهش داد. خصوصی سازی تلاش می کند با تغییر ساختار بنیادی و انگیزه آفرینی از طریق ایجاد حق مالکیت، کشورها را به رشد اقتصادی پایدار برساند. به بیان دیگر، خصوصی سازی نه تنها موجب توزیع مالکیت می شود بلکه ساختاردهی مجدد بنگاه های اقتصادی، تقویت مهارت های مدیریتی، ایجاد فرصت ورود سرمایه های خارجی به داخل کشور و رفع مشکلات نظارتی را نیز در پی دارد. در مقابل، خصوصی سازی موجب تغییر اهداف بنگاه های اقتصادی نیز می شود. به گونه ای که اهداف بنگاه های دولتی را از ارائه خدمات به عموم و تأمین رفاه اجتماعی به حداکثر سازی سود برای سهامداران تغییر می دهد. به علاوه خصوصی سازی هزینه های جدیدی

## مقدمه (ادامه)

مانند هزینه های تأمین سرمایه، هزینه های سود تقسیمی و هزینه های نظارت دولت ها بر بنگاه های خصوصی شده را نیز تحمیل می نماید. خصوصی سازی، موضوعی نو نیست و قدمتی دیرینه دارد؛ آدام اسمیت (۱۷۷۶) در این رابطه می نویسد: در هر حکومت سلطنتی در اروپا، فروش زمین های پادشاهی وجه نقد بالایی را ایجاد می کند؛ در صورت پرداخت بدهی های عمومی از این محل، حکومت درآمدی کسب می کند که بسیار بیشتر از درآمدی است که زمین ها در صورت استفاده، توانایی ایجاد آن داشتند. به علاوه، پس از گذشت چند سال از واگذاری زمین ها به مالکان خصوصی، آن ها شرایط زراعی بهتری هم دارند. آنچه نباید در تحلیل موضوع خصوصی سازی از نظر دور داشت، هزینه های اجتماعی است که این پدیده به دنبال دارد. درست است که با خصوصی سازی بازارها رقابتی تر می شوند و بازارهای رقابتی را دستان نامرئی هدایت می کنند، اما آیا می توان آن ها را دستان خدا دانست؟

## تعریف خصوصی سازی

خصوصی سازی، راهبرد یا فرایند انتقال کامل یا جزئی یک دارایی یا یک بنگاه به بخش خصوصی می باشد، که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم تحت کنترل یا مالکیت دولت قرار دارد. به عبارت دیگر خصوصی سازی فرایند واگذاری قدرت است که فرصت مالکیت، مشارکت اقتصادی و سیاسی را برای مردم در ابعاد بزرگتر فراهم می کند. برخی اعتقاد دارند یکی از دلایل استقبال دولت ها از خصوصی سازی، استفاده از آن به عنوان ابزاری برای کسب درآمد می باشد. در کنار رشد درآمد، می توان به مزیت های دیگری چون بهبود عملکرد بنگاه های سابقاً دولتی، افزایش نقدینگی بازار سرمایه و دسترسی به سرمایه های خصوصی نیز اشاره کرد. گزارش های بانک جهانی در سال های ۱۹۹۰ نشان می دهد دولت های تحت فشار مالی با پذیرش آن که تغییر نوع مالکیت، عملکرد بنگاه ها را تحت تأثیر قرار می دهد، به سمت خصوصی سازی حرکت نمودند. هرچند امروز این دلیل توسط عموم پذیرفته شده اما تنها نوع مالکیت بنگاه های دولتی نیست که عملکرد آن ها را تحت تأثیر قرار می دهد؛ بلکه عواملی از قبیل سیاست های اقتصادی، بستر قانونی و عملکرد نهادهای مجری قانون نیز اگر نقش شان بیش از عامل نوع مالکیت نباشد، کمتر از آن هم نیست.

## تعریف خصوصی سازی (ادامه)

به طور کلی چهار هدف برای برنامه های خصوصی سازی مطرح می شود:

۱- دستیابی به کارایی در تخصیص منابع و تولید،

۲- تقویت نقش بنگاه های خصوصی در اقتصاد،

۳- ارتقاء سلامت مالی بخش دولتی

۴- آزادسازی منابع جهت تخصیص به سایر فعالیت های مهم دولتی. دو هدف اول، دارای منطق تجویزی بوده و در سطح اقتصاد خرد مطرح می شوند؛ و دو هدف بعدی نیز مرتبط با حوزه تأمین مالی دولت هستند.

در حرکت به سمت خصوصی سازی برقراری توازن بین اهداف متفاوت، مطالعه و برنامه ریزی از جایگاه ویژه ای برخوردار است. تدوین قوانین و مقررات مناسب به منظور حمایت از مصرف کننده در برابر قدرت انحصاری و ارتقای رقابت در بلند مدت، در ظهور مزایای خصوصی سازی نقش اساسی دارند.

## روش های واگذاری سهام بنگاه های دولتی

خصوصی سازی در کشورهای مختلف بسته به شرایط اولیه اقتصادی و نگرش اقتصادی سیاستمداران، به طرق متفاوتی صورت می گیرد. فرایند خصوصی سازی عموماً برای بنگاه های کوچک ساده است؛ و با افزایش اندازه بنگاه در شرف واگذاری، پیچیده می شود، چرا که یافتن خریدار مناسب برای این بنگاه ها دشوار است.

خصوصی سازی عمدتاً به سه روش: فروش دارایی ها، انتشار سهام یا فروش سند انجام می شود. در روش اول، دولت مالکیت خود در بنگاه های دولتی را به شرکت های خصوصی موجود و یا گروه کوچکی از سرمایه گذاران واگذار می نماید. دولت می تواند از این طریق تمام یا جزئی از بنگاه های تحت مالکیت خود را واگذار کند. این نوع فروش عموماً از طریق مزایده صورت گرفته و استفاده از آن در کشورهای در حال توسعه، رواج بیشتری دارد. در روش دوم، دولت سهام سرمایه بنگاه را از مجرای بازارهای سرمایه به سرمایه گذاران حقیقی و یا حقوقی واگذار می کند. از جمله مزایای این روش درآمدزایی بالا برای دولت، افزایش عمق بازار سرمایه، افزایش فرصت های سرمایه گذاری و امکان رشد اقتصادی است. ضمن آن که مالکیت بنگاه به سرمایه گذارانی منتقل می شود که هم از انگیزه کافی و هم از سرمایه مورد نیاز برای ساختاردهی

## روش های واگذاری سهام بنگاه های دولتی (ادامه)

عملیات شرکت برخوردارند. اما باید توجه داشت که تأمین مالی از طریق سرمایه گذاران بومی در بازارهای در حال توسعه دشوار است. در بین کشورهایی که از این روش به منظور خصوصی سازی استفاده کرده اند، کشور جامایکا تجربه موفق در واگذاری بانک های تجاری ملی خود داشته است. روش سوم نیز مشابه روش دوم است و در آن، سهام سرمایه بنگاه های دولتی در قالب اسنادی (برگه هایی که نشان دهنده ادعا نسبت به مالکیت بنگاه است) در سطح وسیع بین شهروندان توزیع می شود. این روش موجب می شود دارایی های بنگاه های سابقاً دولتی به گونه ای مجازی به صورت رایگان و یا به قیمتی بسیار نازل به شهروندان منتقل گردد. دوره خصوصی سازی در این روش کوتاه بوده و عمدتاً در کشورهایی به کار گرفته می شود که در مراحل اولیه انتقال می باشند. بسیاری از کشورها از جمله کانادا و روسیه از این روش برای خصوصی سازی بهره گرفتند. هرچند خصوصی سازی به روش توزیع سند اولین بار توسط جمهوری چکسلواکی اجرا شد. از آنجا که در این روش، مالکیت به سرمایه گذاران نهادی استراتژیک منتقل نمی شود، تغییرات چندانی نیز در سیاست های اقتصادی بنگاه ها ایجاد نمی شود.



## روش های واگذاری سهام بنگاه های دولتی (ادامه)

علاوه بر این سه روش معمول، دولت ها به روشهای دیگری نیز اقدامی به خصوصی سازی می نمایند. از جمله این روشها، فروش سهام بنگاه های دولتی به مدیران و کارکنان بنگاه می باشد. در این روش سهام شرکت، به قیمت پایینی واگذار می شود. از این رو، خصوصی سازی بنگاه ها به این روش، درآمدهای اندکی برای دولت ایجاد می کند. گرچه در این روش مالکان جدید برای بهبود عملکرد شرکت دارای انگیزه هستند اما آن ها از انگیزه های پایین تری نسبت به مالکان نهادی استراتژیک برخوردارند. ضمن آنکه مالکان جدید، سرمایه لازم را جهت ساختاردهی عملیات شرکت ندارند. روش دیگر، واگذاری سهام بنگاه های دولتی به مالکان پیشین (اولیه) آنها است. این روش که گاه ارجاع نیز نامیده می شود با وجود مشکلاتی که در یافتن مالکان اولیه دارد، توسط برخی کشورها مورد استفاده قرار می گیرد.

دولت در انتخاب روش خصوصی سازی عوامل زیادی از جمله ویژگی های بازار سرمایه و سرمایه گذاران بالقوه، ویژگی های نهادی بنگاه در حال واگذاری و اهداف سیاسی را مد نظر قرار می دهد. به عنوان مثال ارزش فعلی بازار در انتخاب روش واگذاری عاملی تعیین کننده می باشد. در شرایطی که بازارها از رونق

## روش های واگذاری سهام بنگاه های دولتی (ادامه)

بالایی برخوردارند دولت ها ترجیح می دهند بنگاه ها را از مجرای بازار و با استفاده از ابزار سهام واگذار نمایند. البته میزان توسعه بازارهای سرمایه نیز حائز اهمیت می باشد. اگر بازارها نسبتاً نوپا باشند، احتمالاً تمایل دولت ها به واگذاری از طریق بازار کاهش می یابد. به عبارتی هر چه بازار سرمایه از توسعه کمتری برخوردار باشد انتشار سهام به منظور واگذاری بنگاه، هزینه های بیشتری را به دولت تحمیل می نماید (به علت آن که قیمت سهام در این بازارها کمتر از ارزش ذاتی تعیین می گردد). هرچند گاهی دولت ها، خصوصی سازی را از مجرای بازارهای سرمایه انجام می دهند تا موجبات رشد این بازارها را فراهم کنند.

## مالکیت دولتی یا خصوصی؟

آیا به راستی بنگاه های خصوصی عملکرد بهتری نسبت به بنگاه های دولتی دارند؟ آیا خصوصی سازی میتواند بهبود کارایی بنگاه های دولتی و بالطبع رشد و توسعه اقتصادی را به همراه داشته باشد؟ خصوصی سازی از دو منظر رقابت در بازار محصول و اطلاعاتی مورد حمایت و از منظر رفاه اجتماعی مورد انتقاد قرار می گیرد. از منظر رقابت در بازار محصول، شرکت های خصوصی در بازار رقابتی، انگیزه بیشتری برای بهبود کارایی دارند. رقابت موجود در بازار، رفتار بنگاه های خصوصی را تحت تأثیر قرار و آن ها را به سمت تولید کارا سوق می دهد. اما مدیران بنگاه های دولتی نگرانی چندانی نسبت به کنترل هزینه های خود و تولید کارا ندارند. چرا که به خوبی می دانند، هزینه های اضافی بنگاه در نهایت از طریق کمک ها و حمایت های دولتی پوشش داده می شود. هر چند باید این را هم به خاطر داشت، در صورت ضعف ساز و کارهای نظارتی بازار، تولید کارای بنگاه می تواند مورد حمایت متخصصین کارا قرار نگیرد. در منظر اطلاعات، به موضوع عدم تقارن اطلاعاتی بین کارگزار و کارفرما اشاره می شود که ناشی از رابطه نمایندگی است. گرچه رابطه نمایندگی هم در بنگاه های دولتی و هم خصوصی وجود دارد، اما سه عامل این رابطه را در بنگاه های

## مالکیت دولتی یا خصوصی؟ (ادامه)

خصوصی تحت تأثیر قرار می دهد. نظارت کارفرما (مالک)، ساز و کارهای نظارتی بازار سرمایه و خطر ورشکستگی عواملی هستند که فاصله اطلاعاتی بین دو طرف رابطه در بنگاه خصوصی را کاهش می دهد و کارگزار را وامی دارد تا در راستای حداکثرسازی منافع کارفرما عمل نماید. مالکان از مجرای قدرت رأی خود بر رفتار مدیر اعمال نظارت می کنند و مدیران می دانند در صورتی که عملکردی مغایر با منافع مالکان داشته باشند، برکنار می شوند. به علاوه مالکان ناراضی، به فروش سهام خود می پردازند، که موجب کاهش قیمت سهام بنگاه می شود. با کاهش قیمت سهام، بنگاه در معرض خطر تصاحب توسط سایر بنگاه ها قرار می گیرد. در نتیجه شرایط مساعدی برای تغییر مدیران فعلی بنگاه فراهم می شود. چنین خطری موجب می شود مدیران به حفظ منافع مالکان تشویق شوند. در نهایت چنانچه از بازار، بنگاه خصوصی عملکرد مطلوبی نداشته باشد، در هنگام افزایش سرمایه با مشکلات روبرو می شود و احتمال تعطیلی آن افزایش می یابد. این در حالی است که بنگاه های دولتی همواره به منابع دسترسی دارند و به همین دلیل انگیزه ای برای بهبود کارایی بنگاه خود ندارند.

## مالکیت دولتی یا خصوصی؟ (ادامه)

انتقادی که به خصوصی سازی وارد می شود، تمرکز صرف بر کسب حداکثر سود به جای دنبال کردن متوازن اهداف اجتماعی و اقتصادی است. به بیان دیگر، واحد خصوصی تا نقطه ای تولید می کند که هزینه نهایی با درآمد نهایی برابر شود. این در حالی است که بنگاه دولتی ابتدا موضوع رفاه اجتماعی و سپس کسب درآمد برای دولت را مدنظر قرار می دهد. از این منظر، خصوصی سازی به چند علت، رفاه اجتماعی را به گونه ای منفی تحت تأثیر قرار می دهد. اول، با کاهش ثروت ملی، از قدرت سیاسی و اقتصادی دولت می کاهد. دوم، توزیع نابرابر ثروت را در سطح جامعه به همراه دارد. عمده مزایای خصوصی سازی نصیب مدیر عامل، هیأت مدیره و سهامداران می شود در حالی که به منظور افزایش سودآوری به صورت پیوسته از تعداد کارکنان و دستمزد آن ها کاسته می شود. سوم، موجب واکنش سریع به رویداد (شوک) های موقت می شود که از ویژگی های اقتصاد مبتنی بر بازار سرمایه است.

منتقدان خصوصی سازی از منظر رفاه اجتماعی، معتقدند وظیفه اصلی دولت حمایت از نیروی کار، منابع ملی، رفاه اجتماعی و تأمین آینده نسل های بعدی است. بنابراین منافع شهروندان در اولویت نخست یک

## مالکیت دولتی یا خصوصی؟ (ادامه)

دولت قرار می گیرد و در مرحله بعد موضوع کارایی اقتصادی مطرح می شود. آن چه که موجب ناکارایی بنگاه های دولتی می شود بی کفایتی سیاستمدارانی است که به حامیان سیاسی خود کالا و خدمات ارزان ارائه می کنند، در پروژه های با ارزش افزوده منفی، صفر یا دارای ارزش اندک سرمایه گذاری می نمایند، بستگان یا دوستان نالایق خود را استخدام می کنند و به سمت های مدیریتی می گمارند. وجود چنین مسائلی موجب تقویت این تفکر می شود که خصوصی سازی بستر مناسبی را برای رشد و کسب درآمد اقتصادی قابل ملاحظه فراهم می کند. اما نباید این نکته را فراموش کرد که بقای یک کشور به شهروندانش است و نه کارایی اقتصادی مبتنی بر بازارهای سرمایه و مادامی که هزینه های اجتماعی خصوصی سازی بیش از منافع اقتصادی آن باشد، اقدام به آن تبعاتی منفی را برای جامعه به همراه دارد. بدون شک، افزایش کارایی، بهره وری و رفاه اجتماعی مهم است اما در صورتی که از طریق اصلاح ساختار بنگاه های دولتی صورت پذیرد، آنگاه دیگر نیازی به خصوصی سازی نخواهد بود. به علاوه باید در نظر داشت که خصوصی سازی زمانی که جزئی از یک برنامه اصلاحی وسیع تر باشد، آثار مثبتی را در جامعه به همراه دارد.

## عدم تقارن اطلاعاتی و خصوصی سازی

هرگاه برخی از طرفیت معاملات تجاری دارای مزیت اطلاعاتی نسبت به سایر افراد درگیر در معامله باشند، گفته می شود معامله تجاری در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی رخ داده است. عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه می تواند به شکل گزینش (انتخاب) نامطلوب، خطر اخلاقی و هزینه های نظارت باشد. **گزینش نامطلوب** زمانی رخ می دهد که سرمایه گذار نتواند پروژه هایی با ریسک های اعتباری متفاوت را در هنگام تخصیص سرمایه، از یکدیگر تمیز دهد. سرمایه گذار از بین دو پروژه با بازده مورد انتظار یکسان، پروژه مطمئن تر و سرمایه پذیر پروژه با ریسک بیشتر را ترجیح می دهد. به همین دلیل مجریان فعالیت های پر ریسک تر با ارائه اطلاعات کمتر به سرمایه گذار، سعی در پنهان کردن سطح ریسک پروژه خود می کنند. **خطر اخلاقی** به معنای توانایی گیرنده منبع در تخصیص سرمایه به مواردی بیرون از توافق های انجام شده با سرمایه گذار از طریق عدم ارائه اطلاعات یا ارائه اطلاعات کمتر به او می باشد. **هزینه های نظارت** نیز با اقدامات مخفیانه گیرنده منبع، در راستای کسب منفعت، از مزیت اطلاعاتی خود و اعلام سود به میزان کمتر از واقع مرتبط است. گزینش نامطلوب بر خلاف خطر اخلاقی و هزینه های نظارت، پیش از پرداخت سرمایه

## عدم تقارن اطلاعاتی و خصوصی سازی (ادامه)

توسط سرمایه گذار انجام می شود. اما، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آن بر عملکرد بازار سرمایه چیست؟ آیا خصوصی سازی می تواند عدم تقارن اطلاعاتی بنگاه های سابقاً دولتی را تحت تأثیر قرار دهد؟ برخی در حمایت از بقای مالکیت دولتی در جامعه بحث عدم تقارن اطلاعاتی بین رئیس و کارگزار و به ویژه مالکان و مدیران بنگاه های اقتصادی را پیش می کشند. به عقیده آن ها چون مدیران بنگاه ها به اطلاعات کامل تری درباره هزینه ها و امکانات تولید دسترسی دارند، بی تردید در مذاکرات بر سر تعیین سطح تولید و قیمت، دست بالا را دارند. بنابراین این عدم تقارن اطلاعاتی می تواند نظارت بر بنگاه های خصوصی را ناکارآمد سازد و در این صورت تنها راه حل، مالکیت دولتی توسط یک دولت خیرخواه است. در حالی که عده ای دیگر بر این باورند که ورود به بازار، فشارهایی را بر بنگاه های سابقاً دولتی به منظور کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی وارد می کند. وجود اطلاعاتی محرمانه و اشراف سرمایه گذاران به این حقیقت، ریسک سرمایه گذاری در شرکت سرمایه پذیر را افزایش می دهد؛ در نتیجه، سرمایه گذاران نرخ بازده بیشتری را طلب می کنند. افزایش سطح نرخ بازده مورد انتظار نتیجه ای جز گران شدن تأمین مالی در پی ندارد.



## عدم تقارن اطلاعاتی و خصوصی سازی (ادامه)

رقابت در کسب سرمایه، بازار را به سمت کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی هدایت می کند. از آنجا که بنگاه های دولتی عموماً از منابع عمومی به منظور تأمین هزینه ها و مخارج استفاده می کنند؛ عده ای اعتقاد دارند که این بنگاه ها نیاز چندانی به افشای اطلاعات ندارند و به همین دلیل عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با آن ها بالا است.

بعد از خصوصی سازی، بنگاه ها نیاز دارند تا با گزارش عملکرد و افشای اطلاعات خود به بازار و جامعه نشان دهند که خصوصی سازی توانسته است به اهداف خود که بهبود عملکردی بنگاه های سابقاً دولتی می باشد، دست یابد. از اینرو شفافیت اطلاعاتی بعد از خصوصی سازی در جلب اعتماد عموم از اهمیت زیادی برخوردار است. بازارهای سرمایه ضعیف، قوانین و مقررات با پشتوانه اجرایی پایین، فرهنگ فرار مالیاتی و فقدان دانش حسابداری منطبق با محیط، عواملی هستند که شفافیت اطلاعاتی و پاسخگویی را از بین برده یا حداقل کمرنگ می کند.

## عدم تقارن اطلاعاتی و خصوصی سازی (ادامه)

اما بازاری که خود تمایل به افشای اطلاعاتی دارد؛ چرا نیازمند تدوین قوانین و مقررات است؟ در پاسخ، ناتوانی بازار مطرح شده است. یک بازار ناتوان، بازاری است که میزان کالای تولید شده در آن با میزان کالایی که رفاه اجتماعی را به حداکثر می رساند، یکسان نمی باشد. ناتوانی بازار به این معناست که می توان با استفاده از قوانین دولتی میزان تولید محصول خصوصی را به آن چه برای جامعه مطلوب است، نزدیک نمود. اما چرا بازار ناتوان است. در این رابطه دو دلیل ارائه می شود. دلیل اول، این که اطلاعات یک کالای عمومی است و همواره سرمایه گذارانی وجود دارند که بدون پرداخت هزینه می توانند از آن استفاده کنند، بنابراین، مدیران در تصمیم گیری برای مقدار اطلاعاتی قابل ارائه، ارزش اطلاعات برای افراد غیر خریدار را به حساب نمی آورند و در نتیجه، اطلاعات کمتری افشا می کنند. دوم، موضوع نظریه علامت دهی است. زمانی که منافع حاصل از تولید اطلاعات برای تولید کنندگان به مراتب بیشتر از منافع باشد که به جامعه می رسد، با مشکل مازاد تولید مواجه می شویم. شرکت هایی که قیمت سهام آن ها در بازار کمتر از ارزش واقعی تعیین می شود، انگیزه پیدا می کنند تا برای ارائه اطلاعات مالی و آگاه نمودن دیگران از این واقعیت، منابع بیشتری

## عدم تقارن اطلاعاتی و خصوصی سازی (ادامه)

مصرف نمایند. بدیهی است به مصرف رساندن منابع برای ارائه اطلاعاتی بیشتر موجب تخصیص بهینه تر منابع و افزایش تولید می شود. اما بخشی از این هزینه ها صرف افشای اطلاعات گذشته نگری می شود که به سرمایه گذاران در پیش بینی وضعیت آتی شرکت کمکی نمی کند. از اینرو این اطلاعات منافع اجتماعی ندارد و از این دیدگاه علامت دهی موجب تولید اطلاعات مازاد می شود.

## خصوصی سازی، هزینه های نمایندگی و نظام راهبری شرکتی

رابطه نمایندگی به عنوان یک قرارداد توصیف می شود که به موجب آن یک (یا چند) کارگزار (سهامدار)، فرد دیگری را به عنوان کارگزار (نماینده) برای انجام برخی خدمات بکار می گیرد. به همین دلیل کارگزار برخی از اختیارات تصمیم گیری خود را به کارگزار تفویض می کند و همین تفویض اختیارات است که موجب ایجاد مشکلات نمایندگی می شود. چرا که مدیر یک بنگاه کنترل زیادی بر امور اجرایی، تخصیص منابع و چگونگی افشای اطلاعات دارد و منفعت طلبی اش می تواند مانع از تخصیص منابع به فعالیت هایی گردد که ارزش بنگاه را حداکثر می سازد. این در حالی است که مالکان و سایر تأمین کنندگان مالی نیز قادر به نظارت بر رفتار مدیر به گونه ای مؤثر و کارا نمی باشند.

در بنگاه های دولتی مهمترین مسأله نمایندگی تمرکز بیشتر بر اهداف سیاسی و تمرکز کمتر بر افزایش کارایی بنگاه است. بنابراین کنترل سیاسی بر مدیر در کنار انگیزه های مدیریتی او مانع از حداکثرسازی ارزش می شود. مدیر برای ادامه به تصدی در مشاغل سیاسی سعی می کند در تأمین اهداف مربوط به حداکثر سازی اشتغال و شهرت سیاسی مشارکت کند. اینکه چرا شرکت با توجه به چنین اقداماتی

## خصوصی سازی، هزینه های نمایندگی و نظام راهبری شرکتی (ادامه)

ورشکست نمی شود موضوعی است که در حوزه محدودیت بودجه نرم قرار می گیرد. به بیان دیگر هرگاه مدیر، اقدام به سرمایه گذاری در یک پروژه زیان آور بنماید دولت با استفاده از بودجه عمومی، چنین هزینه هایی را جبران می کند، زیرا این هزینه ها بسیار کمتر از هزینه های سیاسی ناشی از ورشکستگی بنگاه دولتی است. علاوه بر دیدگاه سیاسی، نظارت ناکافی بر مدیر در بنگاه های دولتی نیز، انگیزه های وی را برای بهبود کارایی کاهش می دهد. این واقعیت که بنگاه های دولتی به علت عملکرد ضعیف مدیر هیچ گاه با خطر تصاحب توسط سایر بنگاه ها مواجه نمی شوند و سرمایه گذاران و سایر تأمین مالی کنندگان هم نمی توانند اثری بر عملکرد این بنگاه داشته باشند، نظارت بر مدیران را در این بنگاه ها تضعیف می کند. با کاهش نظارت بر مدیر و با توجه به انگیزه های منفعت طلبانه او، شکاف اطلاعاتی بین مدیر و تأمین کنندگان مالی بنگاه افزایش می یابد و زمینه کسب رانت اقتصادی توسط مدیران فراهم می شود. برابر اصل پاسخگویی هر کس که به نام شخص یا گروهی عملی را انجام می دهد، باید به همان شخص یا گروه گزارش بدهد و به نوعی در برابر آنها مسئول باشد. در بنگاه های دولتی نظام پاسخگویی تا حدودی بهم

## خصوصی سازی، هزینه های نمایندگی و نظام راهبری شرکتی (ادامه)

می خورد، زیرا به سختی می توان تشخیص داد چه کسانی مالکان اصلی شرکتند. دولت یا ملت؟

گرچه رابطه نمایندگی هم در بنگاه های دولتی و هم خصوصی وجود دارد، اما سه عامل توزیع بهینه ریسک بین مدیران و مالکان، ایجاد انگیزه برای مدیران به منظور همگرایی علایق آن ها با مالکان و نظارت مؤثر مالکان بر مدیران، تضاد منافع در بنگاه های خصوصی را کاهش و کارگزار را وادار می دارد در راستای حداکثرسازی منافع کارفرما عمل نماید؛ و این عوامل مبتنی بر یک نظام راهبری مناسب می باشند. به بیان دیگر، موفقیت فرایند خصوصی سازی و بهبود عملکرد بنگاه های سابقاً دولتی وابسته به ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی استقرار یافته در این بنگاه ها پس از خصوصی سازی است.

نظام راهبری شرکتی، مجموعه ای از روابط بین مدیریت، هیأت مدیره، سهامداران و سایر ذی نفعان شرکت است که انگیزه های مناسب را به منظور تأمین اهداف شرکت و منافع ذی نفعان فراهم می آورد. به عبارتی، نظام راهبری شرکتی تلاش می کند با همگرایی علایق مدیران و مالکان، به منظور حداکثرسازی ارزش شرکت، در آنها ایجاد انگیزه کند.

## خصوصی سازی، هزینه های نمایندگی و نظام راهبری شرکتی (ادامه)

کیفیت نظام راهبری شرکتی، بستگی به میزان مشکلات نمایندگی شرکت ها دارد. در یک بازار کارا، کیفیت نظام راهبری شرکت نشان دهنده میزان مشکلات نمایندگی آن بوده و تعادل بین این دو عامل است که کاهش هزینه های نمایندگی را در پی دارد. ساز و کارهای اصلی پیاده سازی نظام راهبری به دو دسته کلی: درونی (ساختار مالکیت و هیئت مدیره) و بیرونی (بستر قانونی و بازار سرمایه) تقسیم می شوند. مالکیت در کشورهایی که دولت ها به عنوان یک موجودیت واحد، بزرگترین مالک شرکت های بزرگ هستند، بسیار متمرکز است. مالکیت دولتی با استفاده از سرمایه های عمومی تأمین مالی می شود. در چنین شرایطی عملیات شرکت ها تحت تأثیر سیاست های عمومی قرار می گیرد. بنابراین خصوصی سازی با تغییر ساختار مالکیت به عنوان یک ساز و کار درونی و انتقال قدرت از بخش دولتی به خصوصی، می تواند بر نظام راهبری و بالطبع عملکرد شرکت مؤثر باشد. با گسترش مالکیت در سطح بنگاه های سابقاً دولتی و افزایش نظارت بر مدیر، کیفیت افشاء بنگاه های سابقاً دولتی نیز افزایش می یابد. تغییر در ساختار مالکیت (ترکیب هیأت مدیره) به عنوان یکی از ساز و کارها، نظام راهبری شرکتی را نیز تغییر می دهد. بسیاری از تحقیقات

## خصوصی سازی، هزینه های نمایندگی و نظام راهبری شرکتی (ادامه)

برای هیأت مدیره، دو وظیفه مشاوره و نظارت بر مدیر ارشد را در نظر می گیرند. انجام وظیفه اول نیازمند آن است، که هیأت مدیره از تجربه کافی و دانش سازمانی به منظور هدایت مدیر برخوردار باشد. اما انجام وظیفه دوم ایجاب می نماید، که هیأت مدیره نه تنها از مهارت و دانش برخوردار باشد؛ بلکه به منظور نظارت مؤثر بر رفتار مدیر، به میزان کافی مستقل هم باشد. هیأت مدیره بنگاه ها، عموماً متشکل از اعضای موظف و غیرموظف است. اعضای غیرموظف عمدتاً افراد حرفه ای با تجربه مانند حسابداران رسمی، اعضای موظف هیأت مدیره سایر بنگاه ها، سیاستمداران و یا تدوین کنندگان قوانین و یا افرادی از جامعه دانشگاهی می باشند. این اعضا با استقلالی که به ساختار هیأت مدیره می دهند، شرایطی فراهم می کنند که در نظارت بر مدیر، بی طرفی به وجود آید. در حالی که، اعضای موظف به دلیل اشرافی که نسبت به مسائل سازمانی از جمله فرصت ها و محدودیت ها دارند، فرایند تصمیم گیری در هیأت مدیره را تسهیل می کنند. هرچند اعضای موظف به دلیل عدم استقلال از مدیر عامل، از انگیزه های لازم به منظور نظارت مؤثر بر مدیر برخوردار نمی باشند اما می توانند به اعضای غیر موظف در اشراف نسبت به فعالیت های بنگاه کمک کنند.



## خصوصی سازی، هزینه های نمایندگی و نظام راهبری شرکتی (ادامه)

اعضای غیرموظف افراد پرمشغله ای هستند و زمان کافی برای کسب اطلاعات به صورت مستقل در رابطه با اعمال مدیر را ندارند. آن ها به ناچار بر اطلاعات اعضای موظف و اطلاعات ارائه شده توسط خود مدیر اتکا می نمایند. اگرچه در این راستا حسابرسان، رسانه ها، تحلیل گران مالی، تدوین کنندگان مقررات و سایر واسطه های اطلاعاتی آن ها را یاری می دهند. از آن جا که اعضای غیرموظف به صورت دقیق کمبود اطلاعاتی خود را نمی دانند، نیازمند استقرار ساز و کارهایی هستند تا نسبت به شفافیت محیط اطلاعاتی، اطمینان کسب کنند. از جمله ساز و کارهایی که هیأت مدیره به منظور گزارشگری مناسب اطلاعاتی در بنگاه مستقر می کند و مدیر متعهد به اجرای آن است می توان به گزارش به موقع اطلاعاتی حسابداری از قبیل گزارش به موقع زیان ها (حسابداری محافظه کارانه)، برقراری سیستم کنترل داخلی، تشویق سهامداران جهت نظارت بر بنگاه، به دست آوردن نظارت بستانکاران بر بنگاه از طریق تأمین مالی به وسیله بدهی و ایجاد انگیزه برای مدیر به منظور حل مشکل تضاد منافع اشاره کرد. بنابراین وجود اعضای غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره، نشانگر تعهد به برقراری محیط گزارشگری شفاف بوده و نظام راهبری شرکت را تقویت می کند.

## خصوصی سازی، هزینه های نمایندگی و نظام راهبری شرکتی (ادامه)

در کنار ترکیب اعضای هیأت مدیره، کیفیت حسابرسی مستقل به عنوان یکی از ساز و کارها، کیفیت نظام راهبری شرکتی را تحت تأثیر قرار می دهد. در یک نظام راهبری شرکتی کارآمد، کمیته حسابرسی زیر نظر هیأت مدیره، حسابرس مستقل را انتخاب و بر کار آن نظارت می کند.

بنابراین ساز و کارهای راهبری شرکت مانند کیفیت افشای اطلاعات، ساختار مالکیت، اعضای غیرموظف هیأت مدیره، کمیته حسابرسی و سهامداران نهادی می توانند شرکت را به سمت عملکرد بهتر رهنمون گردند. نظام راهبری شرکتی با کاهش تضاد منافع و هزینه های نمایندگی و با افزایش میزان نظارت بر عملکرد مدیریتی، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان شرکت را کاهش می دهد. این نظام، شاخصی مهم در تعیین ریسک شرکت توسط سرمایه گذاران و بستانکاران بوده و با فراهم کردن امکان تأمین مالی ارزان تر موجبات ارزش آفرینی را برای بنگاه فراهم می آورد. در کنار ساز و کارهای درونی راهبری شرکتی، وجود قوانین و مقررات الزام آور نیز، نقش نظارتی بازار سرمایه را در محدوده، ساز و کارهای بیرونی نظام راهبری شرکتی تحت تأثیر قرار می دهد. از اینرو، حمایت قانونی از سرمایه گذاران با برقراری یک نظام راهبری کارا، نقش غیر قابل انکاری در موفقیت پدیده خصوصی سازی دارد.

## نقش بازارهای سرمایه در خصوصی سازی

بازارهای سرمایه و خصوصی سازی دو عامل اثرگذار بر یکدیگرند. از یک طرف، ورود بنگاه های سابقاً دولتی به بازارهای سرمایه موجب توسعه این بازارها و افزایش نقدشوندگی در آنها می شود. از سوی دیگر، عملکرد کارآمد بازار سرمایه نیز به افزایش کارایی فرایند خصوصی سازی منجر خواهد شد. به عبارت دیگر، هرچند بدون وجود یک بازار تکامل یافته سرمایه، احتمال موفقیت یک برنامه خصوصی سازی خیلی کم است؛ اما، بازار سرمایه رشد یافته نیز تحقق پیدا نخواهد کرد مگر آن که بخش خصوصی قوی وجود داشته باشد. بازارهای سرمایه، موجب تحرک منابع قابل سرمایه گذاری برای انجام سرمایه گذاری فعال، تسهیل جا به جایی سرمایه از بخشی به بخش دیگر یا از یک بنگاه اقتصادی به بنگاه دیگر و همچنین ایجاد اعتماد در سرمایه گذاران، به ویژه سهام داران جدید می شوند.

بازارهای سرمایه مابین تصمیمات سرمایه گذاری افراد و تصمیمات سرمایه گذاری بنگاه های اقتصادی واسطه گری کرده و موجب تخصیص کارای سرمایه و متنوع سازی ریسک می شوند. به بیان دیگر، بازارهای سرمایه برای مدیران انگیزه آفرینی می کنند؛ زیرا سرمایه گذاران به منظور کسب حداکثر بازده سرمایه گذاری و کسب اطمینان از همگرایی منافع، مدیران را تحت نظارت قرار می دهند.

## نقش بازارهای سرمایه در خصوصی سازی (ادامه)

از اینرو، تأمین سرمایه، انتقال ریسک و نظارت بر مدیران، نقوش سه گانه بازارهای سرمایه را تشکیل می دهند. بنابراین خصوصی سازی و ایجاد انگیزه های مبتنی بر بازار برای مدیران، از جمله سیاست های بحث انگیز کاهش سطح مالکیت دولتی در بنگاه های اقتصادی است. در ارتباط با نقش بازارهای سرمایه در خصوصی سازی دو دیدگاه فکری مطرح می شود. دیدگاه اول، اشاره به مشکلات راهبری شرکتی دارد که به دنبال واگذاری بنگاه های سابقاً دولتی پدید می آید. این دیدگاه بیان می کند خصوصی سازی، تنها توزیع ساده سهام به افراد نیست بلکه نیازمند برقراری ساز و کارهایی جهت نظارت کارآمد می باشد. از اینرو، خصوصی سازی بدون برقراری نظام راهبری شرکتی مبتنی بر بازار سرمایه، نه تنها موفقیت آمیز نیست بلکه فاجعه آمیز است. دیدگاه دوم، خصوصی سازی را یک تغییر سیاست اقتصادی می داند. این دیدگاه بیان می کند انتقال قدرت کنترل از دولت به بخش خصوصی نیازمند ایجاد انگیزه برای سهامداران است؛ این انگیزش می تواند از طریق دادن سهام بنگاه سابقاً دولتی به مدیران و کارکنان آن، ایجاد شود. گرچه در این دیدگاه، نقش بازارهای سرمایه وضوح کمتری دارد اما همچنان عاملی مهم در استدلال دیدگاه دوم است.

## نقش بازارهای سرمایه در خصوصی سازی (ادامه)

بازارهای سرمایه محیط مناسبی برای معاملات سهام مدیران و کارکنان فراهم می آورد. این معاملات به دلایلی چون متنوع نمودن ریسک، صورت می گیرد. به علاوه، بنگاه های سابقاً دولتی برای افزایش سرمایه جهت تأمین مالی نیازمند بازارهای سرمایه می باشند. این دو دیدگاه، فرایند خصوصی سازی در اروپای مرکزی و شرقی را به شدت تحت تأثیر قرار داد. در حالی که لهستان از مدل اول پیروی کرد، جمهوری چک ضمنی و روسیه آشکارا برنامه تغییر سیاست مالکیت را پذیرفتند.

## خصوصی سازی در ایران

خصوصی سازی در ایران از سال ۱۳۷۰ و در راستای برنامه اول توسعه اقتصادی آغاز شد؛ و با تأسیس سازمان خصوصی سازی (تغییر نام از سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولید به سازمان خصوصی سازی) در برنامه سوم توسعه، شکل تازه ای به خود گرفت. در سال های ۱۳۷۰ الی ۱۳۸۰ خصوصی سازی دارای روندی کند و عملکردی ضعیف بود که عمده ترین دلیل آن را می توان عدم شفافیت در قیمت گذاری و واگذاری دستگاه های دولتی و ناکارایی بازار سرمایه دانست. با تصویب قانون اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران و اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی در تیرماه ۱۳۸۷، فرایند خصوصی سازی شفاف تر و قابل اجرا تر گردید. اگرچه، به دلیل فقدان مقررات اجرایی قانون یاد شده، در جزییات کار تأثیری ایجاد نشد. اما در کلیات، تحولات اساسی صورت پذیرفت. فروش سهام بنگاه های دولتی بر اساس یه روش واگذاری به بخش خصوصی (بورس، مزایده)، سهام عدالت و رد دیون دولت و به سه شیوه تدریجی، ترجیحی و بلوکی انجام می شود.

در نگاهی کلی، مجموعه اقداماتی که بعد از ابلاغ قانون اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی

## خصوصی سازی در ایران (ادامه)

صورت گرفت را می توان به سه محور، ۱- اقدامات ناظر بر تکالیف مربوط به تهیه و تصویب مقررات اجرایی قانون، ۲- تشکیل، راه اندازی و استمرار فعالیت های نهادی موضوع قانون و ۳- اقدامات ناظر بر تکالیف دستگاه های اجرایی، تقسیم نمود. تهیه و تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی بورس، کمک به ایجاد نهادها و ابزارهای مالی برای توسعه بازار سرمایه از قبیل راه اندازی فرابورس، مؤسسات تأمین سرمایه و صندوق های سرمایه گذاری، تغییر و اصلاح اساسنامه های شرکت های دولتی به منظور تسهیل واگذاری، پیگیری پذیرش شرکت ها در بورس بالاخص شرکت های صدر اصل ۴۴ نظیر بانک ها، بیمه ها، مخابرات، شرکت های نفتی و پتروشیمی و شرکت های فولادی و صنایع مس، توجه خاص به سیاست های کلی اصل ۴۴ در تدوین لایحه برنامه پنجم توسعه از جمله اقداماتی بود که در ارتباط با محور سوم انجام شد. فرایند خصوصی سازی برای آن که موفق باشد نیازمند برقراری پیش شرط هایی است که از جمله آنها می توان به وجود بخش خصوصی توانمند، حمایت از حقوق سرمایه گذاران، حذف مقررات زائد و انحصارها، شفافیت اطلاعات، تسهیل و تقویت کسب و کار، ایجاد یا تقویت نهادهای مالی و حقوقی لازم، آزادسازی و مقررات زدایی، اشاره کرد.

## نتیجه گیری

در برخی کشورها، دولت اصلی ترین سهامدار شرکت های بزرگ است. اگر دولت به عنوان یک شخصیت حقوقی واحد در نظر گرفته شود، آنگاه بنگاه های دولتی از تمرکز مالکیت بالایی برخوردارند و از سیاست های دولت تأثیر می پذیرند. عموماً در کشورهای در حال توسعه، زمانی به خصوصی سازی پرداخته می شود که بنگاه های دولتی از فقدان رویه های نظارتی درونی و بیرونی مناسب رنج می برند. در چنین شرایطی، هرچند انتقال مالکیت موجب تقویت نظام راهبری بنگاه ها می شود اما به تنهایی برای موفقیت فرایند خصوصی سازی و حصول اهداف آن کافی نیست. نظام راهبری شرکتی مجموعه ای از رویه های درونی و بیرونی است، بنابراین دولت باید از طریق تدوین مقررات جدید یا اصلاح و بروزرسانی مقررات موجود از سرمایه گذاران حمایت بیشتری به عمل آورد. در غیر اینصورت خصوصی سازی بیش از آنکه مفید باشد، مضر خواهد بود. نظام راهبری شرکتی کارآمد می تواند با ارائه گزارش های مالی تفصیلی، قابل اتکا، شفاف و به موقع، ضمن کمک به تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران، با کاهش مشکلات نمایندگی، بازده بیشتری را نصیب سرمایه گذاران نماید و به این ترتیب موجب توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی گردد.



## نتیجه گیری (ادامه)

اگرچه باید به خاطر داشت خصوصی سازی در کنار افزایش کارایی، بهره وری و نقدینگی بازارهای سرمایه با توزیع نابرابر ثروت و کاهش ثروت عمومی می تواند رفاه اجتماعی را کاهش دهد. بنابراین دولت ها باید در کنار مدیریت سطح کارایی و بهره وری بنگاه های تحت مالکیت خود، به حفظ امنیت، ارائه خدمات عمومی و ایجاد رفاه روانی نیز توجه داشته باشند. در ایران هم خصوصی سازی با تمرکز بر سه محور عدم ورود دولت به حوزه مالکیت بخش های تعاونی و خصوصی، رفع قسمتی از محدودیت بخش های تعاونی و خصوصی در فعالیت های صدر اصل ۴۴ و توسعه بخش های غیردولتی با واگذاری بنگاه های دولتی، از سال ۱۳۸۵ روند جدیدی به خود گرفت. اگرچه در این خصوصی سازی، توسعه بخش های غیردولتی صرفاً از طریق واگذاری بنگاه های دولتی مورد توجه مجریان قرار گرفته است. ضمن آنکه بخشی از واگذاری از طریق توزیع سهام عدالت و عمدتاً بین دهک های پایین درآمدی صورت گرفته که خود مشکلاتی را برای بنگاه های سابقاً دولتی ایجاد کرده است. به علاوه خریدار بخش عمده ای از سهام بنگاه های دولتی که ظاهراً به بخش خصوصی واگذار شده اند، مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و شبه دولتی ها از جمله صندوق های بازنشستگی می باشند که موجب شده تصمیم گیری ها کما فی سابق در دست دولت بوده و مدیریت خصوصی بر این بنگاه ها حاکم نشود.

## منابع

- ۱- آقای، محمد علی، چالاکی، پری، (۱۳۸۸)، «بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴ (۴)، صص ۷۷-۵۴.
- ۲- دبیرخانه شورای عالی اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، (۱۳۹۰)، «مجموعه اقدامات حوزه اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی از بدو ابلاغ قانون اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی - تیرماه ۱۳۸۷ تا تیرماه ۱۳۹۰»، [بر خط] قابل دسترسی در سایت: <http://asl44.mefa.ir>
- ۳- دفتر مطالعات اقتصادی، (۱۳۸۵)، «ارزیابی عملکرد سازمان خصوصی سازی»، [برخط] قابل دسترسی در سایت: <http://rc.majlis.ir>
- ۴- ستایش، محمد حسین، قربانی، اصغر، گل محمدی، مریم، (۱۳۸۹)، «بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر هموارسازی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۷ (۳)، صص ۳۴-۵۱.
- ۵- صفارزاده، غلامرضا، (۱۳۸۶)، «موانع خصوصی سازی در ایران»، کارآفرینان امیر کبیر، سال چهارم، شماره ۳۲، صص

با سپاسی