



Paper type: Research Article

Investigating the Relationship between Management Turnover, Credit Risk and Performance in Companies Subject to Article 44 before and after the Transfer between 2015 and 2021

Mohsen Hamidian^{1*}, Mansour Khojasteh Ahvazi²

Received: 2024/07/06

Accepted: 2025/01/02

Abstract

The opportunistic behavior of credit risk, as well as the performance of companies, is strongly challenged by the fundamental changes in a country such as the creation of the privatization process and also the managers turnover at the top of the board of directors. The new CEO can significantly affect the company's activities and ultimately increase value creation. However, the new CEO also brings considerable uncertainty to the company, which can affect its credit risk. The purpose of this research was to investigate the relationship between management turnover, credit risk and performance in companies subject to Article 44 before and after the transfer between 2015 and 2021. The statistical method used in this research was multivariable regression method using panel data method. In this research, the sample included three groups of companies that were transferred through the stock exchange and over-the-counter (OTC), negotiation and auction methods. The data of the research was collected and tested between 2015 and 2021. The results of the findings showed that there was an inverse and significant relationship between the company management turnover and credit risk, return on assets, return on equity and company equity in companies that were transferred through Article 44. Moreover, the results of the comparison between the companies transferred through the three methods of stock exchange, OTC, negotiation and auction indicated that companies that were transferred through the stock exchange and OTC have performed better than other methods.

Keyword: Management Turnovers, Credit Risk, Firm Performance, privatization.



10.71600/jacgr.2024.977469



How to cite this article: Hamidian, M; Khojasteh Ahvazi, M (2024). Investigating the Relationship between Management Turnover, Credit Risk and Performance in Companies Subject to Article 44 before and after the Transfer between 2015 and 2021. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 3(8),55-72. (In Persian)

1. Associate Prof, Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

*Corresponding Author: hamidian_2002@yahoo.com

2. PhD. Candidate, Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.



نوع مقاله: پژوهشی

بررسی رابطه تغییر مدیریت با ریسک اعتباری و عملکرد در شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قبل و بعد از
واگذاری بین سالهای ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰

محسن حمیدیان^۱، منصور خجسته اهوازی^۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۰/۱۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۱۶

چکیده

رفتار فرصت‌طلبانه ریسک اعتباری و همچنین عملکرد شرکت‌ها، با تغییر بنیادی یک کشور مانند ایجاد فرایند خصوصی‌سازی و همچنین جابجایی مدیران در راس هیئت‌مدیره به شدت به چالش کشیده می‌شود. مدیرعامل جدید می‌تواند فعالیت‌های شرکت را به شیوه‌ای معنی‌دار تحت تأثیر قرار دهد و در نهایت ارزش آفرینی را نیز افزایش دهد. با این حال، مدیرعامل جدید نیز عدم قطعیت قابل‌توجهی برای شرکت به ارمغان می‌آورد که می‌تواند بر ریسک اعتباری آن مؤثر باشد. هدف این تحقیق بررسی رابطه تغییر مدیریت با ریسک اعتباری و عملکرد در شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قبل و بعد از واگذاری بین سالهای ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. روش آماری مورد استفاده در این تحقیق روش رگرسیون چند متغیره به شیوه پانل دیتا است. برای انجام این تحقیق نمونه شامل سه گروه از شرکت‌هایی است که به روش واگذاری از طریق بورس و فرابورس، مذاکره و مزایده واگذار شده‌اند. داده‌های این پژوهش در بازه زمانی ۱۳۹۴ تا سال ۱۴۰۰ گردآوری و مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج حاصل از یافته‌ها نشان داد بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک اعتباری، بازدهی دارایی‌ها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و ارزش ویژه شرکت در شرکت‌هایی که از طریق اصل ۴۴ واگذار شده‌اند رابطه‌ای معکوس و معنی‌دار وجود دارد. همچنین نتایج مقایسه‌ای بین شرکت‌های واگذار شده از سه روش بورس و فرابورس، مذاکره و مزایده واگذار شده‌اند؛ شرکت‌هایی که از طریق بورس و فرابورس واگذار شده‌اند عملکرد بهتری نسبت به سایر روش‌ها داشته‌اند.

واژه‌های کلیدی: تغییر مدیریت شرکت، ریسک اعتباری، عملکرد شرکت، خصوصی‌سازی.



10.71600/jacgr.2024.977469



استناد: حمیدیان، محسن و خجسته اهوازی، منصور. (۱۴۰۳). بررسی رابطه تغییر مدیریت با ریسک اعتباری و عملکرد در شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قبل و بعد از واگذاری بین سالهای ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰. پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی، ۳(۸)، ۷۲-۵۵.

۱. دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. *نویسنده مسئول: hamidian_2002@yahoo.com

۲. دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

مقدمه

کشورهای مختلف دنیا، خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی را با اجازه دادن به سرمایه‌های خصوصی ترویج کرده‌اند و بیشتر آنها مانند ایتالیا و اقتصادهای در حال گذار اروپای مرکزی به نتایج مثبتی دست یافتند (لین^۱، ۲۰۲۱). با این حال، پیامدهای منفی نیز در برخی از کشورها مانند روسیه دیده شده است؛ که به جای معرفی خصوصی‌سازی به صورت گام‌به‌گام، همانطور که چین انجام داده است، استراتژی «شوکرمانی» را اتخاذ کردند. (پان و همکاران^۲، ۲۰۲۳). هدف اصلی اصلاحات مالکیت این است که انواع مختلف شرکت‌ها را قادر سازد تا با ایجاد یک محیط منصفانه و رقابتی و تقویت حاکمیت شرکتی شرکت‌های دولتی، توانایی‌های خود را به حداکثر برسانند. برای این منظور، باید مرکز ثقل اقتصاد را از بنگاه‌های دولتی به سمت بنگاه‌های خصوصی با خصوصی‌سازی و ارتقای رشد شرکت‌های خصوصی تغییر داد و همچنین دولت را از کسب‌وکار از طریق محدود کردن دخالت‌ها جدا کرد (کوان^۳، ۲۰۲۰).

در ایران نیز یکی از راه‌های دستیابی به توسعه پایدار، انتقال مالکیت از مالکیت دولتی به مالکیت خصوصی بیان شده است (جوهری، ۱۳۹۷). در اقتصاد ایران ۸۰ درصد سهام کارخانه‌ها و بنگاه‌های بزرگ دولتی مشمول اصل خصوصی‌سازی می‌شوند (سعیدی و بابالویان، ۱۳۹۱). تصویب سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی توسط مجلس شورای جمهوری اسلامی ایران نیز گویای همین امر است. در حوزه بورس نیز یکی از مهم‌ترین مسائلی که امروز در بورس اوراق بهادار تهران مطرح است مسئله خصوصی‌سازی است و با توجه به تأثیر ورود این گونه از شرکت‌ها به بازار اوراق بهادار تهران ضرورت ایجاد می‌نماید تا تحقیقاتی در این زمینه صورت گیرند که بتوانند راهکارهایی برای افزایش کارایی شرکت‌هایی که با توجه به اصل ۴۴ در بورس اوراق بهادار تهران واگذار شده‌اند ارائه داد و موجب افزایش بازدهی و کارایی این شرکت‌ها شد (ودیدی، ۱۳۸۷).

اما یکی از موضوعاتی که می‌تواند این فرایند را تحت تأثیر قرار دهد، موضوع تغییر و جابجایی مدیران است (وانگ و همکاران^۴، ۲۰۲۴). یافته‌های گذشته در مورد تأثیر جابجایی هیئت‌مدیره محدود و مبهم است که نیاز به انجام تحقیقات سیستماتیک‌تر برای توضیح عملکرد شرکت پس از جابجایی و در نظر گرفتن شرایطی که بر این رابطه تأثیر می‌گذارد را نشان می‌دهد. به عنوان مثال با تکیه بر تئوری پردازش اطلاعات، تأثیر منفی جابجایی مدیران بر عملکرد شرکت در آینده به دلیل اختلال در توانایی بسط اطلاعات هیئت‌مدیره است (وانگ و همکاران^۵، ۲۰۲۳). به‌طور کلی اما در اغلب شرکت‌ها در سال‌های اخیر، تغییرات مدیرعامل، رویدادی بسیار قابل مشاهده بوده و به عنوان پدیده آتی شرکت از آن یاد شده است. احتمالاً مدیرعامل جدید می‌تواند فعالیت‌های شرکت را به شیوه‌ای معنی‌دار تحت تأثیر قرار دهد و در نهایت سود را نیز افزایش دهد. با این حال، مدیرعامل جدید نیز عدم قطعیت قابل توجهی برای شرکت به ارمغان می‌آورد که می‌تواند بر ریسک اعتباری آن مؤثر باشد (پان و همکاران^۶، ۲۰۱۳). تغییر مدیریت شرکت با ریسک اعتباری، ارزش ویژه هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام در ارتباط می‌باشد، یعنی هرچقدر در یک شرکت تغییرات مدیریتی بیشتر وجود داشته باشد احتمال اینکه بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها افزایش یابد کمتر خواهد بود (ژانگ و همکاران^۷، ۲۰۲۴). و همچنین با تغییر در مدیریت شرکت احتمال آن می‌رود که ریسک اعتباری افزایش یابد زیرا با توجه به این مطلب که مدیریت جدید هنوز با شرایط درونی شرکت آشنایی پیدا نکرده است و با شرایط بیرونی شرکت و همچنین صنعتی که به آن وارد شده است ناآشنا می‌باشد در این صورت توانایی مدیریت نسبت به سودآوری آتی نیز کاهش خواهد یافت و در زمانی که تغییر در مدیریت شرکت وجود داشته باشد با توجه به ناآشنایی مدیریت و ائتلاف زمان برای آشنایی مدیریت با حساب‌ها و اوضاع مالی شرکت و همچنین تسلط بر شرایط و اثرات تغییر در مدیریت احتمال ریسک اعتباری شرکت بالاتر خواهد رفت (ژانگ و همکاران^۷، ۲۰۲۴؛ تینگ^۷، ۲۰۱۱). بر این

1 Lin

2 Pan et al

3 KWAN

4 Wang et all

5 Wong et al

6 Zhang et al

7 Ting

اساس در این پژوهش به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا زمانی که تغییر مدیریت شرکت در شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قبل و بعد از واگذاری افزایش می‌یابد ریسک اعتباری و عملکرد شرکت نیز افزایش خواهد یافت یا خیر؟

مبانی نظری و فرضیه های پژوهش

چیچوکه و همکاران^۱ (۲۰۲۳) به بررسی عملکرد شرکت و جابجایی مدیرعامل پرداختند. نتایج نشان داد که عملکرد شرکت با جابجایی مدیرعامل رابطه منفی و معناداری دارد. دیگر یافته‌ها نشان می‌دهد که ویژگی‌های منتخب مدیرعامل، یعنی تجربه و سن مدیریت، رابطه بین عملکرد شرکت و جابجایی مدیرعامل را تعدیل می‌کند.

وانگ و همکاران (۲۰۲۳) به بررسی رویکرد اقتضایی در مورد تأثیر تغییر هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج نشان داد که تغییر هیئت‌مدیره بر عملکرد آتی شرکت تأثیر منفی می‌گذارد و دفعات جلسات هیئت‌مدیره قبل از جابجایی، تنوع شغلی هیئت‌مدیره، قدرت مدیرعامل نسبت به هیئت‌مدیره و دوره تصدی هیئت‌مدیره این تأثیر منفی را تعدیل می‌کند.

وانگ و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی ملی‌سازی شرکت‌های خصوصی و ریسک اعتباری: شواهدی از اصلاحات مالکیت مختلط در چین پرداختند. نتایج نشان داد که اجرای ملی‌سازی شرکت‌های خصوصی، ریسک اعتباری را افزایش می‌دهد و این اثر در طول زمان از یک قاعده U شکل معکوس پیروی می‌کند. آزمون‌های دیگر نشان می‌دهد که اثر ملی‌سازی شرکت‌های خصوصی بر ریسک اعتباری عمدتاً از طریق سه کانال: ۱- تضعیف حاکمیت شرکتی، ۲- تشدید گسترش بدهی و ۳- کاهش کارایی سرمایه‌گذاری عمل می‌کند.

بوبرکی و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی مالکیت دولتی پس از خصوصی‌سازی و ریسک پذیری بانک پرداختند. نتایج نشان داد که بانک‌های خصوصی‌شده سطوح بالاتری از ریسک‌پذیری را پس از خصوصی‌سازی نسبت به همتایان غیرخصوصی شده‌شان دارند. علاوه بر این، بانک‌های نیمه خصوصی‌شده سطوح بالاتری از ریسک‌پذیری را نسبت به بانک‌های کاملاً خصوصی‌شده نشان می‌دهند. همچنین بین سطح مالکیت باقیمانده دولتی و ریسک پذیری رابطه مثبت و معناداری مشاهده می‌شود.

نتایج تحقیق بروکمن (۲۰۰۹) در بررسی رابطه بین تغییر مدیریت با ریسک نکول و ارزش شرکت نشان‌دهنده وجود رابطه معکوس و معنادار بین تغییر مدیریت با ریسک نکول و وجود رابطه مستقیم و معنادار بین ارزش شرکت با تغییر مدیریت است.

خواجه حسنی و همکاران ۱۴۰۳ به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیات مدیره بر رابطه بین چرخش مدیر عامل و عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های تحقیق بیانگر آن است که چرخش مدیر عامل بر عملکرد مالی شرکت تأثیر مثبت و معناداری وجود دارد همچنین یافته‌ها بیانگر این بود که استقلال هیات مدیره، اندازه هیات مدیره و تعداد جلسات هیات مدیره بر رابطه بین چرخش مدیر عامل و عملکرد شرکت تأثیر مثبتی دارد و در نهایت تنوع جنسیتی مدیرعامل بر رابطه بین چرخش مدیر عامل و عملکرد شرکت تأثیر معناداری ندارد. یافته‌های تحقیق ضمن پر کردن خلاء تحقیقاتی صورت گرفته در این حوزه می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه و سایر ذینفعان اطلاعات حسابداری در امر تصمیم‌گیری راهگشا باشد.

صفرزاده و همکاران ۱۴۰۱ به بررسی تأثیر تغییر مدیریت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که تغییر مدیریت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنادار و مثبتی دارد.

بهرامی ۱۴۰۰ به بررسی تأثیر خصوصی سازی بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که خصوصی سازی تأثیری بر نرخ بازده دارایی ها ندارد و همچنین خصوصی سازی تأثیر بر بازده حقوق صاحبان سهام نیز ندارد. بر اساس نتایج تحقیق پیشنهاد می شود که شرکت های خصوصی شده سیاست های صحیح و تدابیر لازم و اقدامات مؤثر در جهت به کارگیری روش ها و فنون مدیریت برای افزایش سودآوری شرکت های دولتی خصوصی شده اتخاذ نمایند.

بیداری و فنایی (۱۴۰۰) در بررسی اثر تغییر مدیرعامل بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه، نشان دادند تغییر مدیرعامل تأثیر معکوس و معناداری بر عملکرد و ارزش شرکت‌ها دارد.

طاهر پور و همکاران ۱۳۹۹ به بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر تغییرهای عملکرد و کارکرد شرکت‌های عرضه‌شده در بازار سرمایه ایران پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن است که خصوصی‌سازی در ارتقای عملکرد و کارکرد اسمی بنگاه‌ها موثر است، ولی به توسعه عملکرد و کارکردهای حقیقی بنگاه‌ها منجر نمی‌شود. شکل‌گیری حاکمیت شرکتی، ماهیت سهامدار غالب پس از خصوصی‌سازی، نوع کنترل مدیریت بر کیفیت، و جهت تأثیر خصوصی‌سازی بر تغییرهای عملکرد و کارکرد بنگاه‌ها موثر است.

رشیدی (۱۳۹۹) در بررسی نقش توانایی مدیران در تعدیل شرایط اعتباری و کاهش پراکندگی بازده سهام نشان داد توانایی مدیران تأثیر معناداری بر استفاده از شرایط مبتنی بر عملکرد در قراردادهای اعتباری دارد؛ همچنین تأثیر توانایی مدیران بر سررسید بدهی شرکت‌ها، تأیید شده است و ریسک محدودیت مالی تأثیر معناداری بر ارتباط بین توانایی مدیران و پراکندگی بازده ندارد.

جامی و همکاران ۱۳۹۸ به بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر سود تقسیمی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج نشان داد که میانگین عملکرد مالی و سود تقسیمی شرکت‌ها قبل از خصوصی‌سازی با میانگین عملکرد مالی و سود تقسیمی شرکت‌ها بعد از خصوصی‌سازی تفاوت معنی داری وجود دارد.

خوش‌طینت و همکاران (۱۳۹۷) در بررسی ارتباط بین شاخص‌های مالی و تغییر مدیرعامل، نشان دادند شاخص‌های مالی شرکت‌ها رابطه معکوس معنی‌داری با احتمال تغییر مدیرعامل در این شرکت‌ها دارد. بر اساس شاخص نایجل کرک در رگرسیون لجیت عملکرد مالی در حدود ۱۰ درصد و سایر عوامل بیش از ۹۰ درصد تغییرات مدیرعامل در شرکت‌های مورد بررسی را تبیین نموده است.

رستمی و عباسی اصل (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول و عملکرد شرکت، نشان می‌دهند که بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول رابطه‌ای مستقیم و معنادار وجود دارد. همچنین رابطه تغییر مدیریت با سه معیار ارزیابی عملکرد یعنی بازدهی دارایی‌ها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی به صورت معکوس و معنادار می‌باشد. سعیدی و بابالویان (۱۳۹۱) در بررسی عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از خصوصی‌سازی، نشان می‌دهند که هیچ‌یک از معیارهای عملکردی قبل و بعد از واگذاری تفاوت معناداری ندارد و عملکرد مالی شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ که در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده‌اند، بعد از واگذاری بهبود نیافته است.

فرایند خصوصی‌سازی

به‌طور کلی علت اصلی نابرابری بین شرکت‌هایی که تحت انواع مختلف مالکیت فعالیت می‌کنند این است که دولت کنترل بخش عمده‌ای از منابع کشور را که بیشتر آن را به شرکت‌های دولتی تخصیص می‌دهد، حفظ می‌کند. این منابع شامل (۱) منابعی که به دلیل اثر شبکه قوی منجر به انحصار می‌شوند، (۲) زمین و سایر منابع طبیعی، (۳) مجوزهای ویژه برای مشاغل که نیاز به مجوز ورود به بازار دارند، (۴) منابع مرتبط با سرمایه‌گذاری، (۵) منابع مربوط به صندوق‌های صنعتی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، (۶) حقوق تعیین قیمت و (۷) دارایی‌های دولتی تحت کنترل مستقیم یا غیرمستقیم؛ بنابراین به دلیل این نقاط ضعف، هدف خصوصی‌سازی گذار از اقتصاد برنامه‌ریزی‌شده به اقتصاد بازار است، تغییر از مالکیت عمومی با محوریت شرکت‌های دولتی به مالکیت خصوصی با محوریت شرکت‌های خصوصی و سایر شرکت‌های غیردولتی راهی است که نمی‌توان از آن اجتناب کرد. به‌طور کلی، این امر از طریق خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و رشد شرکت‌های خصوصی حاصل می‌شود (کوان، ۲۰۲۰).

واژه خصوصی‌سازی در سال ۱۹۸۳ برای اولین بار در فرهنگ لغات و ادبیات دانشگاهی بدین‌صورت تعریف شده است. خصوصی‌سازی عبارت است از تغییر کنترل یا مالکیت از سیستم دولتی به سیستم خصوصی. همچنین در تعریفی دیگر فروش یا انتقال مالکیت صنایع ملی شده، دارایی‌های دولتی و دیگر مؤسسات تجاری و اقتصادی دولتی به سرمایه‌گذاران خصوصی یا بدون از دست دادن کنترل بر روی این سازمان‌ها خصوصی‌سازی گفته می‌شود. خصوصی‌سازی فرآیندی اجرایی، مالی و حقوقی است که دولت‌ها در بسیاری از کشورها برای انجام اصلاحات در اقتصاد و نظام اداری کشور به اجرا در می‌آورند. طبق ادبیات خصوصی‌سازی، هدف خصوصی‌سازی در سه حوزه مالی، اقتصادی و اجتماعی سیاسی شامل افزایش کارایی بنگاه‌ها، توزیع مناسب درآمد، کوچک‌سازی دولت، توانمندسازی بخش خصوصی، گسترش بازار سرمایه، افزایش رقابت، تأمین منافع مصرف‌کنندگان از طریق واگذاری مالکیت و مدیریت

بنگاه‌های اقتصادی دولتی با بخش غیردولتی است (کریم و همکاران، ۱۳۹۴). در ایران نیز بر اساس مصوبه مورخه ۱۳۷۰/۴/۱۶ و با توجه به اصول ۳۴ و ۱۳۸ قانون اساسی و اهداف برنامه ۵ ساله اول، به منظور ارتقای کارایی فعالیت‌ها و کاهش حجم تصدی دولت در فعالیت‌های اقتصادی، سیاست واگذاری سهام متعلق به دولت به سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی تصویب شد. همچنین مطابق با اصل ۴۴ قانون اساسی نظام اقتصادی ایران به سه بخش دولتی، تعاونی و خصوصی متکی است و حدود هر بخش مشخص شده است و مطابق با این اصل در سال‌های بعدی واگذاری همه سهام دولتی و متعلق به دولت در ۵۳۱ شرکت مجاز اعلام شد که در سال ۱۳۸۵ در راستای اجرای اصل ۴۴، سهام شرکت ملی صنایع مس به عنوان اولین شرکت در بورس اوراق بهادار عرضه شد (سعیدی و بابالویان، ۱۳۹۱).

تغییر مدیریت و ریسک اعتباری

اعتبار معرف مقدار پولی است که در تاریخی در آینده پرداخت خواهد شد و از آن جهت که ممکن است پرداخت‌های مورد انتظار محقق نشوند، ریسک اعتباری وجود دارد (رزمی و همکاران، ۱۴۰۱). به عبارتی ریسک اعتباری احتمال زیان ناشی از اعطای اعتبارات در نتیجه عدم تحقق تعهدات قرارداد در اثر عدم تمایل طرف مقابل قرارداد به انجام آن یا عدم توانایی برای بازپرداخت یا به هر دلیل دیگری است (احمدی و همکاران، ۱۴۰۱). این ریسک به نوعی حامل مفهوم مخاطره اخلاقی بعد از انعقاد قرارداد است. ریسک اعتباری از آن جهت حائز اهمیت است که بانک‌ها با استفاده از اقلام بدهی در ترازنامه خود شامل بدهی به سهامداران، بانک مرکزی، سایر بانک‌ها و سپرده‌های افراد به اعطای اعتبار و تسهیلات می‌پردازند و اگر این اعتبار دهی منجر به بلوکه شدن دارایی‌های بانکی یا به عبارتی افزایش تسهیلات غیر جاری شود، توانایی بانک در کسب درآمد و نیز تأدیه بدهی هایش تضعیف می‌شود. از این جهت مدیریت مناسب ریسک اعتباری متضمن وجود یک نظام سالم با پایین بودن احتمال ورشکستگی، ناتوانی و درماندگی مالی معتقدند کاهش ریسک خواهد بود (حیدرزاده هنزائی، ۱۴۰۱).

تا به امروز، تعداد زیادی از ادبیات به طور گسترده عوامل تعیین‌کننده ریسک اعتباری (ریسک نکول) شرکت‌ها را بررسی کرده‌اند. بررسی ادبیات نشان می‌دهد که بیشتر مطالعات موجود، اثرات محرک عوامل درون‌زا مانند نقدشوندگی سهام (بروگارد و همکاران^۱، ۲۰۱۷)، حاکمیت شرکتی (سویتزر و همکاران^۲، ۲۰۱۸)، اهرم مالی (کاتکارد و همکاران^۳، ۲۰۲۰) و افشای اطلاعات (وانگ و همکاران^۴، ۲۰۲۱) را بررسی کرده‌اند. همچنین بخش دیگری از ادبیات تأثیر آنها بر نکول شرکت را از منظر عوامل برون‌زا، مانند خطر اخلاقی (کاستیلو و همکاران^۵، ۲۰۲۰)، قوانین مالی و تسهیل کمی (هسو و چن^۶، ۲۰۲۲) بررسی کرده است.

به طور کلی، مطالعات قبلی به طور کامل پیچیدگی محرک‌های ریسک اعتباری شرکت‌ها را در نظر نگرفته‌اند. یعنی علاوه بر این عوامل تغییرات و جابجایی مدیران و همچنین این جابجایی در شرکت‌های واگذاری شده می‌تواند بر ریسک اعتباری مؤثر باشد. درواقع، رفتار فرصت‌طلبانه نکول در فرآیند کسب و کار شرکت‌ها، علاوه بر عواملی که قبلاً مورد بحث قرار گرفت، با تغییر نهادی یک کشور نیز به شدت به چالش کشیده می‌شود. علاوه بر این، در طول این فرآیند، مکانیسم‌های تأثیرگذار نیز از کشوری به کشور دیگر متفاوت است که گاهی نتایج متناقضی را به دنبال دارد به عنوان مثال تغییر مالکیت، به عنوان شکل خاصی از تغییر نهادی، تاکنون به دلیل اثرات متفاوت آن بر ریسک نکول شرکت مورد مطالعه قرار نگرفته است (وانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

بر اساس تئوری، اقتصادی بخش خصوصی از انگیزه بالایی برای کار و تلاش و کسب سود برخوردار است و از نیروی انسانی، سرمایه و سایر عوامل تولید حداکثر استفاده را میکند این بخش هزینه‌های تولید کمتر و بازدهی و سودآوری بیشتری نسبت به بخش عمومی دارد و سیستم حاکم بر هزینه‌ها و درآمدهای آن که بر اساس اصل سودآوری سامان یافته، از نظر استفاده بهینه از منابع توجه

1 Brogaard et al

2 Switzer

3 Cathcart et al

4 Wang et al

5 Castillo et al

6 Hsu & Chen

خاصی داشته تا کارایی و اثر بخشی مناسبتری را برای اقتصاد به ارمغان می آورد. در نهایت با توسعه خصوصی سازی به اصلاح الگوی مصرفی پرداخته میشود که مهمترین عامل سوق دهنده آن سودآوری بیشتر است (شیروانی، ۱۳۹۷).

در دهه ۱۹۵۰ فعالیتهای اقتصادی دولتها بسیار مطلوب و اثر بخش بود اما با گسترش دامنه فعالیت ها در دهه ۱۹۸۰، مشکلاتی نظیر ضعف سیستم مدیریت عدم وجود انگیزه در کارکنان تعدد اهداف عملیاتی عدم حمایت‌های کارا، عدم وجود سیستم حسابرسی مناسب و ... بر فعالیتهای اقتصادی دولتها تأثیر مخرب گذاشت و موجب عدم موفقیت آنها در تحقق اهدافشان گردید این مشکلاتی که گریبان دولتها را گرفت باعث شد تا دولتها با اقداماتی نظیر: حذف حمایت شرکتها از رقابت داخلی و خارجی، حذف اهداف غیرتجاری شرکتها، از بین بردن امکان دستیابی شرکتها به تسهیلات ارزان، ایجاد استقلال در مدیریت و اداره شرکتها و ... بدون انتقال مالکیت و مدیریت بنگاههای دولتی به افزایش کارایی و بهره وری آنها بپردازند اما در اکثر کشورها این سیاست با شکست مواجه شد زیرا در سازمانهای دولتی افزایش کارایی، تضمین استقلال مدیریت به بکارگیری انضباط مالی کاری بسیار سخت است (حسن پور، ۱۳۹۷). در نتیجه گرایش به سوی انجام سیاستهای آزادسازی، مقررات زدایی و خصوصی سازی همراه با واگذاری مالکیت و مدیریت جهت مقابله با مشکلات اقتصادی و افزایش کارایی، به طور گسترده مورد توجه دولتهای سرتاسر دنیا قرار گرفت. در ایران به منظور ارتقاء کارایی فعالیتهای کاهش حجم تصدی دولت در فعالیتهای اقتصادی و خدماتی غیرضروری و نیز ایجاد تعادل اقتصادی و استفاده بهینه از امکانات کشور در سال ۱۳۷۳ سیاست واگذاری سهام متعلق به دولت و سازمانها و شرکتهای دولتی تصویب شد اما از آن زمان تا کنون موفقیت سیاست خصوصی سازی و اجرای آن به یکی از پیچیده ترین دغدغه های اقتصادی مدیران تبدیل شده و در حال حاضر به نحو کارا و اثر بخش اجرا نشده است صاحب نظران خصوصی سازی هر کدام از ابعاد خاصی به تقسیم بندی اهداف خصوصی سازی پرداخته اند. برای نمونه هنری گیبون "اهداف خصوصی سازی را در موارد زیر بیان میدارد (شیروانی، ۱۳۹۷):

۱- افزایش کارایی از طریق رقابتی کردن هر چه بیشتر کالاها و خدمات به نفع مصرف کنندگان ۲- افزایش و گسترش مالکیت در جامعه دستیابی به بالاترین ارزش در مورد کالا یا خدماتی که دولت آن را میفروشد

حال با عنایت بر آنچه که ارائه گردید یکی از مباحث چالش برانگیز خصوصی سازی در ایران این است که ادعا می شود خصوصی سازی بر عملکرد و ریسک اعتباری و دیگر متغیرهای بنگاههای مشمول و واگذاری اثرات متفاوتی داشته است. بنابراین با توجه به اهمیت ویژه خصوصی سازی در این تحقیق به بررسی رابطه تغییر مدیریت با ریسک اعتباری و عملکرد در شرکتهای مشمول اصل ۴۴ قبل و بعد از واگذاری بین سالهای ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ پرداخته شده است.

همچنین در مورد جابجایی مدیران نیز می توان گفت، از آنجایی که افزایش طول مدت حضور مدیرعامل شرکت به عنوان تصمیم گیرنده شرکت و افزایش دوران تصدی این فرد باعث افزایش حس مسئولیت پذیری اش نسبت به کنترل و نظارت بر تصمیمات اتخاذ شده می گردد و نحوه اجرای برنامه ها نیز هماهنگ و هدفمند می شود و در نهایت باعث آشنایی بیشتر آنها با ویژگی های شرکت و شناخت بیشتر فرصت ها و تهدیدهای پیش روی شرکت خواهد شد که نسبت به تصمیمات اتخاذ شده و کنترل برنامه های آن حساسیت بیشتری را از خود نشان دهند (کومار و همکاران، ۲۰۲۴). از سوی دیگر در صورتی که مدیرعامل تغییر بیشتری داشته باشند در این صورت به دلیل ناآشنایی با شرایط داخلی و خارجی شرکت و نوع صنعتی که به آن وارد شده باعث افزایش ریسک های تجاری و غیرتجاری شرکت می گردند و آنچه قدر مسلم به نظر می رسد این مطلب است که در صورتی که تغییر این فرد افزایش یابد زمانی که شخص دیگری جایگزین می گردد به علت اینکه می خواهد قابلیت های فردی خود را سریعاً به رخ دیگران بکشد و خود را به اثبات برساند با پذیرش ریسک بیشتر باعث افزایش ریسک نکول در شرکت شده و همچنین با کاهش تغییر مدیریت عملکرد شرکت نیز بهبود خواهد یافت (رستمی و عباسی اصل، ۱۳۹۴). بر این اساس فرضیه اول به شرح زیر ارائه می شود:

فرضیه اول: تغییر در مدیریت با ریسک اعتباری در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ رابطه دارد.

تغییر مدیریت و عملکرد شرکت

مدیرعامل را مغز متفکر کسب و کار شرکت می‌دانند. دلیل این که هرگونه اقدام انجام شده توسط مدیرعامل و یا اقدام انجام گرفته شده علیه مدیرعامل شرکت، بر راهبرد شرکت، سیاست‌ها و عملکرد آینده آن تأثیر خواهد داشت (خوش‌طینت و همکاران، ۱۳۹۷). با مراجعه به مبانی نظری می‌توان دریافت، مطالعات بسیار گسترده و جالبی در این زمینه انجام شده که هریک از آنها با توجه به مسائل و مباحث گوناگون موجود در این رابطه به این موضوع توجه نموده‌اند. معمولاً مدیران عامل، مواضع خود را به دلایل مختلف، از جمله عملکرد ضعیف که یکی از شایع‌ترین دلایل برکناری است، از دست می‌دهند (بیداری و همکاران، ۱۴۰۰). برخی از اولین مطالعات در مورد تغییر مدیرعامل شرکت و عملکرد شرکت در دهه ۱۹۸۰ انجام شده‌اند. بسیاری از این مطالعات به این نتیجه دست‌یافته‌اند که شرکت‌های با عملکرد ضعیف، با احتمال بیش‌تری تغییر مدیرعامل را تجربه کرده‌اند (خوش‌طینت و همکاران، ۱۳۹۷).

در مورد اثرات تغییر مدیریت بر عملکرد شرکت نظرات مختلفی ارائه شده است. یافته‌های گذشته در مورد تأثیر جابجایی هیئت‌مدیره محدود و مبهم است که نیاز به انجام تحقیقات سیستماتیک‌تر برای توضیح عملکرد شرکت پس از جابجایی و در نظر گرفتن شرایطی که بر این رابطه تأثیر می‌گذارد را نشان می‌دهد. با تکیه بر تئوری پردازش اطلاعات، می‌توان گفت تأثیر منفی تغییر مدیران بر عملکرد شرکت در آینده به دلیل اختلال در توانایی بسط اطلاعات هیئت‌مدیره است. علاوه بر این، هیئت‌مدیره‌هایی که قبل از جابجایی، توانایی بسط اطلاعات بالاتری را توسعه داده‌اند، بهتر می‌توانند اختلال در پردازش اطلاعات ناشی از تغییر هیئت‌مدیره را کاهش دهند. (وانگ و همکاران^۱، ۲۰۲۳). همچنین برخی دیدگاه‌ها معتقدند مدیرعامل جدید می‌تواند فعالیت‌های شرکت را به شیوه‌ای معنی‌دار تحت تأثیر قرار دهد و در نهایت سود را نیز افزایش دهد. با این حال، مدیرعامل جدید نیز عدم قطعیت قابل‌توجهی برای شرکت به ارمغان می‌آورد (پان و همکاران، ۲۰۱۳) به بیان دیگر، تغییر مدیرعامل پدیده‌ای است که با توجه به مسائل پیش روی شرکت‌ها و بهره‌مندی مدیران از نقش نمایندگی صاحبان شرکت‌ها، می‌توان در صورت قصور مدیران، اقدام به تغییر آنها نمود و بنابراین، این پدیده دیر یا زود در هر سازمانی به چشم خواهد خورد (خوش‌طینت و همکاران، ۱۳۹۷). ژانگ (۲۰۱۳) نیز نشان می‌دهند عملکرد عملیاتی شرکت در اثر تغییر قبلی کاهش یافته و پیرو تغییر جدید بهبود یافته است.

همچنین در مورد عملکرد شرکت‌ها پس از خصوصی‌سازی نیز تحقیقاتی انجام شده است. دو دیدگاه غالب برای توضیح ناکارآمدی شرکت‌های دولتی هستند. دیدگاه سیاسی نشان می‌دهد که بارهای اجتماعی در نتیجه فشار سیاسی منجر به ناکارآمدی شرکت‌های دولتی می‌شود؛ درحالی‌که دیدگاه مدیریتی استدلال می‌کند که مسائل مربوط به نمایندگی در بین مدیران شرکت‌های دولتی مسئول این ناکارآمدی است (پان و همکاران، ۲۰۲۳). تخصیص منابع توسط دولت منجر به انحصار بازار در انحصار شرکت‌های دولتی و فضای رقابتی ناعادلانه شده است. شرکت‌های دولتی با گسترش کسب‌وکار بدون توجه به سودآوری به دلیل وضعیت خاص خود و مزایای سیاست‌های دولتی، ظرفیت تولید مازاد تولید می‌کنند و فعالیت‌های تجاری آنها نیز فعالیت‌های شرکت‌های خصوصی را تحت فشار قرار می‌دهد. این وضعیت کارایی استفاده از منابع را کاهش می‌دهد و در نتیجه ضررهای زیادی را برای اقتصاد به همراه دارد. علاوه بر این، سود به دست آمده و دارایی‌های کسب‌شده توسط شرکت‌های دولتی در نتیجه تخصیص منابع ترجیحی توسط دولت، مشکلاتی مانند سطح پایین کارایی شرکت‌ها را پوشانده است. خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی به دلیل موجب کاهش انحصار و در نتیجه بهبود فضای رقابت و افزایش سودآوری می‌شود، البته امکان دارد به دلیل ضعیف حمایت‌های مالی، در کوتاه‌مدت این موضوع با شکست مواجه شود (کوان، ۲۰۲۰). نتایج تحقیق فانگ هو و همکاران (۲۰۱۰) در بررسی تأثیر دوره تصدی در مدیریت عالی شرکت، کارایی شرکت و مالکیت نشان‌دهنده این بود که بین دوره تصدی در مدیریت عالی شرکت با مالکیت دولتی و کارایی شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتیجه مطالعه هانگ^۲ (۲۰۱۱) نشان‌دهنده بهبود عملکرد در تمام ابعاد بعد از فرایند خصوصی‌سازی می‌باشد. در ایران نیز

1 Wong

2 Huang.z, wang

لشکری و هژیری الساداتتی (۱۳۹۱) در بررسی تأثیرات خصوصی‌سازی بانک ملت بر بازده روزانه بانک‌های خصوصی نشان دادند از میان ۹ رخدادهای مربوط به واگذاری سهام بانک ملت از طریق بورس اوراق بهادار تهران در ۸ رخدادهای عکس‌العمل قابل‌ملاحظه‌ای از طرف سرمایه‌گذاران مشاهده نگردیده است و تنها در رخداد هفتم که مربوط به واگذاری بلوک ۴ درصدی سهام این بانک است شاهد کاهش معنی‌داری در بازده روزانه سهام بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌ایم. بر این اساس فرضیات چهارم تا ششم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه دوم: تغییر در مدیریت با بازدهی دارایی‌ها در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ رابطه دارد.

فرضیه سوم: تغییر در مدیریت با بازدهی حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ رابطه دارد.

فرضیه چهارم: تغییر در مدیریت با ارزش ویژه هر سهم در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ رابطه دارد.

روش پژوهش

با توجه به تقسیم‌بندی علمی از نظر هدف این پژوهش، از نوع پژوهش کاربردی و از آنجا که موضوع این پژوهش بررسی تأثیر جریان‌های نقدی و نسبت سرمایه در گردش بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، لذا می‌توان این پژوهش را در زمره پژوهش‌های توصیفی قرار داد. از نظر تئوریک جزء پژوهش‌های اثباتی و از منظر استدلال نیز جزء قیاسی-استقرایی است. همچنین، روش شناسی پژوهش از نوع پس‌رویدادی می‌باشد، بدین معنی که پژوهش بر اساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود. اطلاعات مورد استفاده در این پژوهش از صورت‌های مالی و یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی و همچنین از اطلاعات اولیه تابلوی بورس (گردآوری شده در نرم افزار ره‌آورد نوین) استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

نمونه‌گیری با استفاده از روش نمونه‌گیری سیستماتیک صورت گرفت بدین صورت که شرکت‌هایی که حائز شرایط حضور در نمونه باشند به عنوان نمونه برگزیده شدند و در صورت نداشتن شرایط از نمونه کنار گذاشته خواهند شد.

نمونه آماری می‌بایست شرایط زیر را دارا باشد :

۱- بین سالهای ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ در راستای اصل ۴۴ واگذار شده باشند.

۲- اطلاعات مورد نیاز برای انجام این پژوهش را افشا نموده باشند.

و در نهایت با توجه به شرایط در نظر گرفته شده تعداد ۷۳ شرکت به عنوان نمونه آماری برگزیده شدند.

متغیرها و مدل تحقیق

مدل آماری پژوهش

برای بررسی ارتباط بین تغییر در مدیریت شرکت با ریسک اعتباری از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$Risk_{it} = x_0 + x_1 Ceochange_{it} + x_2 Ceochange_{it-1} + x_3 Debt_{it} + x_4 Lnasset_{it} + x_5 Same - dir_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

Ceochange = تغییر در مدیریت شرکت (اگر مدیر عامل شرکت تغییر کرده باشد بر ۱ و در غیر اینصورت برابر با ۰)

Debt = نسبت بدهی‌های شرکت (کل بدهی تقسیم بر کل داراییها)

LNASSET_{it} = لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت

Same-dir = یکسان بودن مدیریت شرکت و رئیس هیئت مدیره (اگر مدیریت شرکت همان رئیس هیئت مدیره نیز باشد عدد ۱ و

در غیر این صورت عدد صفر)

Lnasset = اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم کل دارایی‌های شرکت

مدل ریسک اعتباری ریچارد تافلر

$$Risk = 1 - \frac{e^{-Z-score}}{1 + e^{-Z-score}} \quad (۲)$$

Z-score = مدل پیش‌بینی ورشکستگی آلتمن

که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$Z = 1/2X_1 + 1/4X_2 + 3/3X_3 + 0/6X_4 + 9/99X_5 \quad (۳)$$

$$\frac{\text{سرمایه در گردش}}{\text{کل دارایی}} = X_1 \quad (۴)$$

$$\frac{\text{انباشته سود}}{\text{کل دارایی}} = X_2 \quad (۵)$$

$$\frac{\text{درآمد قبل از بهره و مالیات}}{\text{کل دارایی}} = X_3 \quad (۶)$$

$$\frac{\text{ارزش حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری بدهی}} = X_4 \quad (۷)$$

$$\frac{\text{کل فروش}}{\text{کل دارایی}} = X_5 \quad (۸)$$

ریسک عدم پرداخت طبق تحقیق ریچارد تافلر در سال ۲۰۰۷ با استفاده از Z به دست آمده از مدل آلتمن که در معادله بالا قرار داده شده محاسبه خواهد شد.

در این تحقیق برای اندازه‌گیری عملکرد از سه شاخص بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش ویژه هر سهم استفاده شده است. برای آزمون فرضیه دوم مبنی بر اینکه بین تغییر در مدیریت با بازدهی دارایی‌های شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد از یک مدل رگرسیونی به صورت زیر استفاده می‌شود:

$$ROA_{it} = x_0 + x_1 Ceochange_{it} + x_2 Ceochange_{it-1} + x_3 Debt_{it} + x_4 Lnasset_{it} + x_5 Same - dir_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۹)$$

بازده دارایی‌ها: برابر با سود خالص بر کل دارایی‌ها

برای آزمون فرضیه سوم مبنی بر اینکه بین تغییر در مدیریت با بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد از یک مدل رگرسیونی به صورت زیر استفاده خواهیم نمود:

$$ROE_{it} = x_0 + x_1 Ceochange_{it} + x_2 Ceochange_{it-1} + x_3 Debt_{it} + x_4 Lnasset_{it} + x_5 Same - dir_{it} + x_7 Direct_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱۰)$$

بازده حقوق صاحبان سهام: برابر است با سود خالص بر حقوق صاحبان سهام

برای آزمون فرضیه چهارم مبنی بر اینکه بین تغییر در مدیریت با ارزش ویژه هر سهم رابطه معنی‌داری وجود دارد از یک مدل رگرسیونی به صورت زیر استفاده خواهیم نمود:

$$NVS_{it} = x_0 + x_1 Ceochange_{it} + x_2 Ceochange_{it-1} + x_3 Debt_{it} + x_4 Lnasset_{it} + x_5 Same - dir_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱۱)$$

$$\text{ارزش ویژه هر سهم} = \frac{\text{کل ارزش ویژه سهام شرکت}}{\text{تعداد سهام شرکت}} \quad (۱۲)$$

یافته های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع آوری، تلخیص، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این آمار، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها را برای استفاده سریع و بهتر از آنها به دست می‌دهد. در یک جمع‌بندی با استفاده مناسب از آمار توصیفی می‌توان ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد.

نگاره ۱. آمار توصیفی

NVS	ROE	ROA	Same-dir	Lnasset	Debt	Ceochange	Risk	
۰.۶۵۶	۰.۲۱۰	۰.۱۶۶	۰.۰۹۲۸	۱۵.۸۲۰	۰.۴۵۷	۰.۴۱۷	۰.۸۴۸	میانگین
۰.۶۴۶	۰.۲۰۶	۰.۱۴۹	۰.۰۸۵۴	۱۵.۵۷۳	۰.۴۳۹	۰.۰۰۰	۰.۸۲۵	میانه
۰.۷۱۱	۰.۷۸۲	۰.۶۸۱	۰.۱۵۳	۲۱.۵۷۱	۰.۷۷۱	۱.۰۰۰	۰.۹۴۳	بیشترین
۰.۴۳۱	۰.۵۱۳-	۰.۴۰۳	۰.۰۰۸۴	۱۱.۴۰۶	۰.۳۸۴	۰.۰۰۰	۰.۵۵۹	کمترین
۰.۷۶۱	۰.۲۲۷	۰.۱۶۹	۰.۱۸۴	۱.۸۳۸۱	۰.۱۴۴	۰.۵۰۰	۰.۳۱۷	انحراف معیار
۱.۱۱۲	۰.۴۸۷	۰.۱۹۶	۱.۰۹۲	۰.۵۹۵	۰.۳۳۳	۰.۲۳۴	۱.۱۱۲	چولگی
۲.۵۵۴	۱.۷۸۴	۱.۳۶۸	۲.۱۸۸	۳.۴۴۵	۳.۹۴۵	۱.۰۰۸	۲.۷۵۱	کشیدگی
۲.۰۸۲۷	۲.۰۲۸	۲.۰۶۰	۷.۵۴۶	۴۱.۶۲۳	۳.۰۴۷	۱.۰۹۴	۱.۵۳۷	جاک برا
۰.۰۷۶۵	۰.۰۹۵۴	۰.۱۱۲	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۵۰	۰.۸۷۸	۰.۷۴۱	احتمال جاک‌برا

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر (اندازه شرکتها) برابر با ۱۵.۸۲۰ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه متغیر اندازه شرکتها نیز ۱۵.۵۷۳ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. همچنین نزدیک بودن مقدار میانگین و میانه برای متغیر اندازه شرکتها نشان دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اندازه شرکتها برابر با ۱.۸۳۸ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای تحقیق متغیر اندازه شرکتها یکی از متغیرهای دارای کمترین میزان پراکندگی می‌باشد. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. مثلاً ضریب چولگی برای متغیر اندازه شرکتها برابر ۰.۵۹۵ می‌باشد، یعنی این متغیر تقریباً چولگی به راست دارد و به اندازه ۰.۵۹۵ از مرکز تقارن انحراف دارد. پارامتر کشیدگی یا پخی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار مثبت باشد منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن می‌باشد.

آزمون فرضیه اول: تغییر در مدیریت با ریسک اعتباری در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ رابطه دارد.

نگاره ۲. نتایج برآورد فرضیه اول

علامت اختصاری	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معنی داری
(Constant)	-۰/۱۴۶	-۳/۸۷۷	۰/۰۰۰
CEO CHANGE _{it}	-۰/۰۲۷	-۵/۴۰۹	۰/۰۰۰
CEOC HANGE _{it1}	۰/۰۰۲	۰/۲۲۴	۰/۸۲۲
DEBT	-۰/۲۹۲	-۱/۶۳۱	۰/۱۰۳
LNASSET	۰/۰۰۱	۰/۵۳۷	۰/۵۹۱
SAMEDIR	۰/۰۲۱	۰/۱۱۶	۰/۹۰۸
آماره F فیشر	۲/۴۴۷	احتمال F فیشر	۰/۰۰۳
ضریب تعیین (R ²)	۰/۲۳۹۰	دوربین واتسون	۱/۷۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۲۳۰		

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود. سطح معنی داری کمتر از (۰/۰۵) است و مقدار آماره t بدست آمده برابر با ۵/۴۰۹- می باشد که نشان دهنده رابطه معکوس بین تغییر در مدیریت با ریسک اعتباری در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ می باشد.

آزمون فرضیه دوم: تغییر در مدیریت با بازدهی دارایی‌ها در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ رابطه دارد.

نگاره ۳. نتایج برآورد فرضیه دوم

علامت اختصاری	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معنی داری
(Constant)	۰/۵۴۷	۳/۲۵۸	۰/۰۰۱
CEO CHANGE _{it}	-۰/۹۳۱	-۴/۲۲۶	۰/۰۰۰
CEOC HANGE _{it1}	۰/۴۰۱	۲/۳۴۸	۰/۰۲۰
DEBT	-۰/۰۰۴	-۳/۴۱۵	۰/۰۰۱
LNASSET	-۰/۱۵۸	-۳/۱۶۹	۰/۰۰۲
SAMEDIR	۰/۰۹۰	۴/۶۵۴	۰/۰۰۰
آماره F فیشر	۴/۹۳۱	احتمال F فیشر	۰/۰۰۰
ضریب تعیین (R ²)	۰/۳۸۹	دوربین واتسون	۲/۴۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۱۳۳۵۴۰		

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود. سطح معنی داری کمتر از (۰/۰۵) است و مقدار آماره t بدست آمده برابر با ۴/۲۲۶- می باشد که نشان دهنده رابطه معکوس بین تغییر در مدیریت با بازدهی دارایی‌ها در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ می باشد.

آزمون فرضیه سوم: تغییر در مدیریت با بازدهی حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ رابطه دارد.

نگاره ۴. نتایج برآورد فرضیه سوم

علامت اختصاری	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معنی داری
(Constant)	-۰/۲۷۶	-۳/۶۷۶	۰/۰۰۰
CEO CHANGE _{it}	-۰/۸۵۳	-۳/۰۵۷	۰/۰۰۰
CEOC HANGE _{it1}	-۰/۱۲۲	-۰/۲۹۵	۰/۷۶۸
DEBT	-۰/۰۰۲	-۳/۴۸۱	۰/۰۰۱
LNASSET	-۰/۵۲۵	-۳/۸۳۱	۰/۰۰۰
SAMEDIR	۰/۱۲۰	۱/۱۰۸	۰/۲۶۹
فیش F آماره	۵/۳۲۹	فیش F احتمال	۰/۰۰۰
ضریب تعیین (R ²)	۰/۲۵۷	دوربین واتسون	۱/۸۷۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۲۸		

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود. سطح معنی داری کمتر از (۰/۰۵) است و مقدار آماره t بدست آمده برابر با ۳/۰۵۷- می باشد که نشان دهنده رابطه معکوس بین تغییر در مدیریت با بازدهی حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ می باشد.

آزمون فرضیه چهارم: تغییر در مدیریت با ارزش ویژه هر سهم در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ رابطه دارد.

نگاره ۵. نتایج برآورد فرضیه چهارم

علامت اختصاری	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معنی داری
(Constant)	۰/۵۵۱	۵/۹۳۲	۰/۰۰۰
CEO CHANGE _{it}	-۰/۳۶۲	-۲/۳۲۷	۰/۰۲۱
CEOC HANGE _{it1}	-۰/۳۰۵	-۱/۳۲۴	۰/۱۸۶
DEBT	۰/۰۰۱	۰/۷۳۱	۰/۴۶۵
LNASSET	-۰/۲۲۶	-۲/۹۶۶	۰/۰۰۳
SAMEDIR	۰/۰۰۹	۲/۸۶	۰/۰۰۴
فیش F آماره	۲/۰۸۰	فیش F احتمال	۰/۰۱۸
ضریب تعیین (R ²)	۰/۲۶۸	دوربین واتسون	۱/۸۷۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۳۵		

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود. سطح معنی داری کمتر از (۰/۰۵) است و مقدار آماره t بدست آمده برابر با ۲/۳۲۷- می باشد که نشان دهنده رابطه معکوس بین تغییر در مدیریت با ارزش ویژه هر سهم در شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ می باشد.

نگاره شماره ۶. مقایسه وضعیت ریسک اعتباری و عملکرد در شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قبل و بعد از واگذاری

شیوه واگذاری	ریسک اعتباری قبل از واگذاری	عملکرد قبل از واگذاری			عملکرد بعد از واگذاری		
		NVS	ROE	ROA	NVS	ROE	ROA
بورس و فرا بورس	۰.۹۶۵	۰.۱۲۳	۰.۱۴۷	۰.۵۶۳	۰.۷۴۵	۰.۲۱۵	۰.۶۴۱
مذاکره	۰.۹۰۶	۰.۲۶۳	۰.۳۳۸	۰.۷۴۱	۰.۹۴۱	۰.۲۸۹	۰.۶۴۳
مزایده	۰.۸۸۴	۰.۲۷۴	۰.۳۴۸	۰.۶۴۱	۰.۹۷۸	۰.۲۵۳	۰.۵۲۳

نتایج حاصل شده از مقایسه ریسک اعتباری و عملکرد شرکت‌های واگذار شده از طرق مختلف در راستای اصل ۴۴ نشان داد که شرکت‌های واگذار شده از طریق بورس و فرا بورس در ابتدای واگذاری وضعیت مالی ضعیف تری نسبت به شرکت‌های واگذار شده از طریق مذاکره و مزایده داشته اند اما به دلیل شفافیت موجود در بورس و فرا بورس بعد از واگذاری وضعیت بهتری از نظر عملکردی و ریسک پیدا کرده اند؛ اما شرکت‌هایی که از طریق مذاکره و یا مزایده واگذار شده اند از نظر ریسک اعتباری و عملکرد بعد از واگذاری دچار افت فاحشی شده اند، در ضمن قابل ذکر است برخی از شرکت‌های واگذار شده به شیوه های مذاکره و مزایده با توجه به شرایط بوجود آمده در آنها دوباره به دولت بازگردانده شده اند.

نتیجه گیری و پیشنهادات

رفتار فرصت طلبانه ریسک اعتباری و همچنین عملکرد شرکت‌ها، با تغییر نهادی یک کشور مانند ایجاد فرایند خصوصی سازی و همچنین جابجایی مدیران در راس هیئت مدیره به شدت به چالش کشیده می شود. همانطور که گفته شد در بسیار از کشورها فرایند خصوصی و انتقال مالکیت به بخش خصوصی در سال های گذشته انجام شده است. بر این اساس در این پژوهش به بررسی مقایسه ای رابطه تغییر مدیریت شرکت با ریسک اعتباری و عملکرد شرکت در شرکت های مشمول اصل ۴۴ قبل و بعد از واگذاری پرداخته شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های اول تا سوم نشان داد بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک اعتباری در شرکت های که از طریق بورس و فرا بورس، مذاکره و مزایده واگذار شده اند رابطه ای معکوس و معنی دار وجود دارد. در مورد رابطه تغییر مدیریت با ریسک اعتباری نظریات متفاوتی ارائه شده است مطابق با یک دیدگاه چنانچه مدیرعامل تغییر بیشتری داشته باشند در این صورت به دلیل ناآشنایی با شرایط داخلی و خارجی شرکت و نوع صنعتی که به آن وارد شده باعث افزایش ریسک های تجاری و غیرتجاری شرکت می گردند. به خصوص در شرکت های تازه واگذارش شده این موضوع به دلیل ساختار مالکیت قبلی، این مسئله می تواند بیشتر نمود پیدا کند؛ اما در طرف مقابل برخی دیدگاه ها معتقدند که انتصاب مدیرعامل جدید می تواند منجر به بهبود نظارت بر شرکت و کاهش ریسک اعتباری شود. این نتایج هم راستا با نتایج بروکمن (۲۰۰۹) است که نشان داد رابطه معکوس و معناداری بین تغییر مدیریت با ریسک نکول و وجود دارد؛ اما در تضاد با یافته های رستمی و عباسی اصل (۱۳۹۴) است که نشان می دهند که بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول رابطه ای مستقیم و معنادار وجود دارد.

نتایج فرضیه های چهارم تا ششم نشان داد بین تغییر مدیریت شرکت با بازدهی دارایی ها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و ارزش ویژه شرکت رابطه ای معکوس و معنی دار وجود دارد. در مورد رابطه تغییر مدیریت با عملکرد نیز دیدگاه های مختلفی وجود دارد. برخی دیدگاه ها معتقدند مدیرعامل جدید می تواند فعالیت های شرکت را به شیوه ای معنی دار تحت تأثیر قرار دهد و در نهایت سود را نیز افزایش دهد. با این حال، مدیرعامل جدید نیز عدم قطعیت قابل توجهی برای شرکت به ارمغان می آورد. مبتنی بر تئوری پردازش اطلاعات، تأثیر منفی جابجایی مدیران بر عملکرد شرکت در آینده به دلیل اختلال در توانایی بسط اطلاعات هیئت مدیره است؛ بنابراین می توان گفت در شرکت های تازه واگذاری شده، تغییر مدیریت احتمالاً به سبب ناآشنایی مدیران جدید با روال سرمایه گذاری و تأمین مالی شرکت،

منجر به کاهش عملکرد شده است. این نتیجه در تطابق با نتایج وانگ و همکاران (۲۰۲۳)، چیچوکه و همکاران (۲۰۲۳)، بیداری و فنایی (۱۴۰۰) و خوش‌طینت و همکاران (۱۳۹۷) و در تضاد با یافته‌های مطالعه هانگ (۲۰۱۱) می‌باشد.

با توجه به این نتایج به متولیان خصوصی‌سازی پیشنهاد می‌شود که علیرغم نتایج مثبت خصوصی‌سازی، در مورد عواقب آن هوشیار باشند؛ چراکه تغییرات ناگهانی مدیران در شرکت‌های تازه واگذاری شده، علیرغم کاهش احتمال ریسک اعتباری، به دلیل ناآشنایی آنها با محیط شرکت و همچنین هزینه‌های تغییر مدیریت می‌تواند منجر به کاهش بازدهی و عملکرد شرکت نیز شود. همچنین به سهامداران پیشنهاد می‌شود برای کسب بازدهی بالاتر از شرکت‌های تازه واگذاری شده از سهام شرکت‌هایی را نگهداری و یا بخرند که دارای تغییرات کمتری در سطوح مدیریتی خود می‌باشند.

در نهایت پیشنهاد می‌شود که محققان آتی به بررسی تأثیر تغییر مدیریت شرکت و ساختار مالکیت آنها بر ورشکسته شدن و یا محدودیت تأمین مالی، در شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قبل و بعد از واگذاری بپردازند.

به سهامداران و سایر سرمایه‌گذاران و همچنین دست‌اندرکاران واگذاری شرکت‌های دولتی و همچنین دست‌اندرکاران سازمان خصوصی‌سازی پیشنهاد می‌گردد که به تغییرات در مدیریت شرکت‌های واگذار شده توجه ویژه‌ای معطوف دارند زیرا با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق در شرکت‌هایی که دارای تغییرات بیشتری در مدیریت خود می‌باشند احتمال بروز ریسک اعتباری در اینگونه از شرکتها با توجه به تغییراتی که در مدیریت شرکت وجود می‌آید و همچنین به دلیل عدم آشنایی مدیریت با شرایط داخلی شرکتی که به آن وارد شده است و همچنین به دلیل هزینه‌هایی که با تغییر در مدیریت به شرکت تحمیل می‌گردد احتمال بروز ریسک اعتباری را در این گونه از شرکتها افزایش می‌دهد. با توجه به نتایج بدست آمده از تحقیق پیشنهاد می‌گردد جهت افزایش بازدهی بالاتر در داراییها، حقوق صاحبان سهام و ارزش ویژه شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ مسئولین ذیربط این شرکتها و متولیان امر سعی در این امر داشته باشند تا از تغییرات مدیریت شرکت تا حد ممکن جلوگیری نمایند زیرا با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق در صورتیکه تغییرات مدیریت در شرکت کمتر باشد بازدهی داراییها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و ارزش ویژه شرکت‌های واگذار شده از طریق اصل ۴۴ افزایش می‌یابد.

منابع

- احمدی، مرضیه؛ صحت، سعید؛ نیکومرام، هاشم و خلیلی عراقی، مریم (۱۴۰۱) اثرات کارایی و ریسک مالی (ریسک اعتباری، ریسک عملیاتی، ریسک نقدینگی و توانگری مالی) بر روی عملکرد شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: مطالعه موردی در ایران، *سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۱۰(۳۷)، ۱۶۷-۲۱۹
- بهرامی، ده شنی (۱۴۰۰) تأثیر خصوصی‌سازی بر سودآوری شرکت‌ها، پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، ۵(۳)، ۵۹-۶۸
- بیداری، محمدعلی و فنایی، سپیده (۱۴۰۰) بررسی اثر تغییر مدیرعامل بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه، *کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری و توسعه اقتصادی*، دوره ۷
- جامی، مجید، کریمی، محمود، و همت جوی، فرزاد. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر سود تقسیمی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۲(۱۲)، ۱۰۸-۱۱۸.
- جوهری مریم ۱۳۹۷ "تأثیر خصوصی‌سازی بر نقدینگی بازار و شاخص بازار سهام" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه رازی، دانشکده علوم اجتماعی و تربیتی
- حسن پور رسول ۱۳۹۷ "تعیین آثار خصوصی‌سازی کنترل بر وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌های واگذارشده به بخش خصوصی" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد گچساران
- حیدرزاده هنزائی، علیرضا (۱۴۰۱) بررسی تأثیر ریسک اعتباری بر ثبات مالی در نظام بانکداری اسلامی، *رهیافت‌های نوین مدیریت جهانی و حکمرانی اسلامی*، ش ۶، ۱۰۵-۱۲۳
- خواجه حسینی ن. و رئیس زاده س. م. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیات مدیره بر رابطه بین چرخش مدیر عامل و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۸(۳۰)، ۱۹۱-۲۰۵.
- خوش‌طینت، محسن؛ زمانیان فر، لیلا و دهقان نیری، محمود (۱۳۹۷) ارتباط بین شاخص‌های مالی و تغییر مدیرعامل، *حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۳۷)، ۱۰۷-۱۳۰
- رزمی، ندا؛ لعل بار، علی و حسن نژاد، سلیمان (۱۴۰۱) بررسی تأثیر طول عمر واحد تجاری (سن شرکت) در روش تحلیل چندبعدی برای پیش‌بینی ریسک اعتباری مشتریان حقوقی (مورد مطالعه بانک‌های تجاری)، *مدیریت کسب‌وکار*، ۱۴(۵۶)، ۲۲۸-۲۴۷
- رستمی، محمدرضا و عباسی اصل، مهدی (۱۳۹۴) بررسی ارتباط بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول و عملکرد شرکت، *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱(۱۵) ۱۸۳-۲۰۴
- رشیدی، محسن (۱۳۹۹) نقش توانایی مدیران در تعدیل شرایط اعتباری و کاهش پراکندگی بازده سهام، *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۸(۳۰)، ۱۳۹-۱۲۳
- سعیدی، علی و بابالویان، شهرام (۱۳۹۱) عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از خصوصی‌سازی، *جستارهای اقتصادی ایران*، ۹(۱۸)، ۹۰۲۸
- شیروانی سمیه ۱۳۹۷ "بررسی اثر تعدیل‌کنندگی بیش اطمینانی مدیران بر رابطه بین خصوصی‌سازی و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی شفق
- صفرزاده، محمد، & برندک، سجاد. (۱۴۰۱). تأثیر تغییر مدیریت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۵(۶۰)، ۱۱۲-۱۲۴.
- طاهرپور کلانتری جیب الله، مدرس عبدالحمید، علایی کلجاهی رضا. تأثیر خصوصی‌سازی بر تغییرهای عملکرد و کارکرد شرکت‌های عرضه‌شده در بازار سرمایه ایران فرایند مدیریت و توسعه ۱۳۹۹؛ ۳۳ (۱): ۷۹-۵۷

کریم، محمدحسین، شفاف‌ی شهری، وحید و نصری، لیلا (۱۳۹۴) ارزیابی فرآیند خصوصی‌سازی در راستای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی (افزایش سهم بخش خصوصی)، *سیاست‌های راهبردی و کلان*، ۳ (۱۱)، ۴۹-۶۲

لشکری، محمد و هژبرالساداتی، مرتضی (۱۳۹۱) تأثیرات خصوصی‌سازی بانک ملت بر بازده روزانه بانک‌های خصوصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران، *مطالعات اقتصادی*، ۱ (۱)، ۵۳-۷۰

ودیدی، محمدحسین و سعید آسیابانی (۱۳۸۷) مقایسه قیمت واگذاری سهام شرکت‌های دولتی مشمول خصوصی‌سازی با قیمت محاسبه‌شده بر مبنای مدل نسبت قیمت بازار به سود هر سهم (P/E) شرکت‌های مشابه، *تحقیقات مالی* شماره ۲۶، دوره ۱۰.

- Ali, Searat, Benjamin Liu, Jen Je Su (2018) Does corporate governance quality affect default risk? The role of growth opportunities and stock liquidity, *International Review of Economics & Finance* Volume 58, November 2018, Pages 422-448
- Boubakri, Narjess, Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Mahmud Hossain (2020) Post-privatization state ownership and bank risk-taking: Cross-country evidence, *Journal of Corporate Finance*, Volume 64, October 2020, 101625, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101625>
- Brogaard, Jonathan, Li Dan, Xia Ying (2017) Stock liquidity and default risk, *Journal of Financial Economics* Volume 124, Issue 3, June 2017, Pages 486-502, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.03.003>
- Brookman, J. & P. D. Thistle. (2009) CEO tenure, the risk of termination and firm value". *Journal of Corporate Finance* 15 (3): 315-330
- Castillo, José A., Andrés Mora-Valencia, Javier Perote (2020) Moral hazard and default risk of SMEs with collateralized loans, *Finance Research Letters* Volume 26, September 2018, Pages 95-99
- Cathcart, Lara, Alfonso Dufour, Ludovico Rossi, Simone Varotto (2022) The differential impact of leverage on the default risk of small and large firms, *Journal of Corporate Finance* Volume 60, February 2020, 101541
- Chijoke-Mgbame, A.M., Boateng, A., Mgbame, C.O. and Yekini, K.C. (2023), "Firm performance and CEO turnover: the moderating role of CEO attributes", *Corporate Governance*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2022-0190>
- Fang Hu, Sidney C. M. Leung (2010), Top Management Turnover, Firm Performance and Government Control: Evidence from China's Listed State-Owned Enterprises American Accounting Association annual meeting and seminar participants at the Seoul National University
- Hsu, Feng-Jui, Sheng-Hung Chen (2021) US quantitative easing and firm's default risk: The role of Corporate Social Responsibility (CSR), *The Quarterly Review of Economics and Finance* Volume 80, May 2021, Pages 650-664, <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.03.017>
- Huang.z, wang.k, (2011), "ultimate privatization and change in firm performance : evidence from china chin economic review, vol.22 pp. 121- 132
- Hyun Jung Nam, Yo Han an (2017) Default Risk and Firm Value of Shipping & Logistics Firms in Korea, *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, Volume 33, Issue 2, July 2017, Pages 61-65, <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2017.06.003>
- Kumar, N. N., & Mohnot, R. (2024). Nonlinear effect of CEO tenure on stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 68, 105969.
- KWAN, Chi Hung (2020) China's Unfinished Ownership Reform: Privatization and a Fair and Competitive Environment Remain to be Achieved, Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan, Public Policy Review, Vol.16, No.3, September 2020

- Lin, Justin Yifu (2021) State-owned enterprise reform in China: The new structural economics perspective, *Structural Change and Economic Dynamics*, Volume 58, September 2021, Pages 106-111, <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2021.05.001>
- Pan, Xia, Wenyin Cheng, Yuning Gao (2023) The impact of privatization of state-owned enterprises on innovation in China: A tale of privatization degree, *Technovation* Volume 118, 102587, <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2022.102587>
- Pan, Y. Wang, T. Y. & S. Weisbach, M, (2013), "Learning about CEO Ability and Stock Return Volatility", Available at: <http://www.nber.org/papers/w18882>
- Switzer, Lorne N. , Qiao Tu , Jun Wang (2018) Corporate governance and default risk in financial firms over the post-financial crisis period: International evidence, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Volume 52, January 2018, Pages 196-210, <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.09.023>
- Ting, W. (2011). Top management turnover and firm default risk: Evidence from the Chinese securities market. *China Journal of Accounting Research*, 4(1-2), 81-89.
- Wang, Jinbo Maosheng Ran, Qing Huang, Wanli Li (2022) Nationalization of private enterprises and default risk: Evidence from mixed-ownership reform in China, *Economic Analysis and Policy* Volume 76, December 2022, Pages 534-553, <https://doi.org/10.1016/j.eap.2022.09.005>
- Wang, Hua, Wei Wang, Shadi Emad Areef Alhaleh (2021) Mixed ownership and financial investment: Evidence from Chinese state-owned enterprises, *Economic Analysis and Policy* Volume 70, June 2021, Pages 159-171, <https://doi.org/10.1016/j.eap.2021.02.006>
- Wang, Y., Xu, M., Al-Shammari, M., & Banerjee, S. N. (2024). Conformity or differentiation? The role of CEO turnover. *International Review of Financial Analysis*, 103636.
- Wong, Wei Qiang, Sze-Sze, Kevin Koh, Yen H. Tong (2023) Does board turnover enhance firm performance? A contingency approach, *corporate governance*, Volume31, Issue3, Pages 405-424 <https://doi.org/10.1111/corg.12455>
- Zhang, J, (2013), "Conflict-Induced Forced CEO Turnover and Firm Performance", Available at: <http://spectrum.library.concordia.ca>.
- Zhang, H., Peng, J., & Zhou, M. (2024). CEO turnovers as organizational responses to shocks in competition. *International Review of Economics & Finance*, 96, 103650.