

# مدیریت شرکت‌های بیمه در دوره پس از خصوصی سازی: نقش ساختار مالکیت و میزان حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

● ابوالقاسم راه‌چمنی

هدف این تحقیق بررسی نقش ساختار مالکیت و حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران و سهامداران پس از خصوصی سازی شرکت‌هاست. در این تحقیق نشان داده شده است که حکومت‌ها کنترل خود بر شرکت‌ها را به تدریج به نفع سرمایه‌گذاران و کارآفرینان واگذار خواهند کرد. علاوه بر آن، متغیرهای سازمانی مانند حمایت از سرمایه‌گذاران، ثبات سیاسی و اجتماعی تبیین‌کننده، تفاوت‌های بین تمرکز در ساختار مالکیت شرکت‌هاست. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد در کشورهایی که از سرمایه‌گذاران کمتر حمایت می‌شود، تمرکز در مالکیت بیشتر است. علاوه بر آن خصوصی سازی و مالکیت خصوصی سبب بهبود عملکرد می‌شود.

یکی از مشکلاتی که در خصوص چگونگی مدیریت شرکت‌ها وجود دارد مسئله تفکیک و جدایی مالکیت و کنترل امور است. در این مقاله مسئله مدیریت شرکت‌ها پس از خصوصی سازی بررسی می‌شود. خصوصی سازی سبب تغییرات گسترده‌ای در ساختار مالکیت شرکت می‌شود و بر همین اساس زمینه مناسبی برای مطالعه و بررسی مکانیسم‌های مدیریت شرکت و عملکرد آن است. در این مقاله قصد داریم رابطه بین ساختار مالکیت حفاظت از حقوق سهامداران و عملکرد شرکت را بررسی کنیم. به طور دقیق‌تر می‌توان گفت قصد داریم به این پرسش‌ها پاسخ دهیم:

۱. ساختار مالکیت چگونه است و پس از خصوصی سازی چه تغییری خواهد کرد؟
۲. آیا میزان حمایت از سرمایه‌گذاران بر ساختار مالکیت در دوره پس از خصوصی سازی تأثیر می‌گذارد؟
۳. آیا ساختار مالکیت در دوره پس از خصوصی سازی به

عوامل دیگری بستگی دارد؟  
۴. ساختار مالکیت و حمایت از سرمایه‌گذاران چگونه به عملکرد شرکت ارتباط پیدا می‌کند و چه عاملی این رابطه را تبیین می‌کند؟  
در این مطالعه ۱۷۰ شرکت که در ۲۶ کشور خصوصی سازی شده‌اند به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. ما همچنین ساختار مالکیت شرکت‌ها را که پس از خصوصی سازی شکل می‌گیرند تعریف می‌کنیم و چگونگی تغییرات آنها بر اساس دو عامل را بیان خواهیم کرد. این عوامل میزان تمرکز در مالکیت و هویت مالکان خواهد بود.

حمایت از سرمایه‌گذاران، خصوصی سازی و عملکرد شرکت یکی از مشکلات موجود در شرکت‌ها زمانی پدید می‌آید که مالکیت شرکت متفاوت از مدیریت آن باشد و همین امر توضیح‌دهنده عملکرد ضعیف شرکت‌های دولتی است. در این شرکت‌ها مردم و مالیات‌دهندگان مالک هستند و مدیران

## ■ هویت مالکان نقش مهمی در عملکرد شرکت‌های خصوصی سازی شده دارد. به عنوان مثال سرمایه‌گذاران خارجی خواستار افشای اطلاعات و کنترل کامل بر اقدامات مدیران هستند. سرمایه‌گذاران نهادی نیز بر فعالیت‌های مدیران شرکت نظارت کاملی اعمال می‌کنند تا از سودآوری آن اطمینان حاصل کنند

و عملکرد شرکت، ۱۷۰ شرکت در ۲۶ کشور که از سال ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۷ خصوصی سازی شده‌اند، مورد بررسی قرار گرفته‌اند. در این تحقیق شرکت‌های خصوصی سازی شده در کشورهای سابقاً کمونیست به دو دلیل مورد توجه قرار نگرفته‌اند: نخست اینکه نظام حقوقی این کشورها مبتنی بر نظام حقوقی اتحاد جماهیر شوروی بوده و در دوره انتقالی تغییرات زیادی کرده است. دوم اینکه ساختار مالکیت در دوره پس از خصوصی سازی در این کشورها در دست مدیران و کارمندان همان شرکت‌ها است.

جدول شماره یک پراکندگی جغرافیایی شرکت‌های خصوصی سازی شده را بر اساس آمارهای بانک جهانی نشان می‌دهد. براساس این جدول ۲۶/۶۵ درصد در آفریقا و خاورمیانه، ۲۷/۰۶ درصد در شرق و جنوب آسیا و اقیانوسیه، ۳۲/۳۵ درصد در امریکای لاتین و ۱۲/۹۴ درصد در اروپا و آسیای مرکزی واقع شده‌اند. تنوع جغرافیایی نمونه‌ها اهمیت دارد زیرا کشورهایی با نظام‌های حقوقی و سازمانی متفاوت را در برمی‌گیرد.

جدول یک همچنین نشان می‌دهد که شرکت‌های خصوصی سازی شده از صنایع مختلف انتخاب شده‌اند: ۳۳/۵۳ درصد از امور مالی، ۲۸/۲۴ درصد از بخش انرژی، ۱۱/۸ درصد از خدمات و ۱۷/۰۵ درصد از سایر بخش‌ها.

متغیرهای مالکیتی: برای بررسی ساختار مالکیت در دوره پس از خصوصی سازی و عوامل موثر بر آن، دو متغیر در چگونگی تمرکز مالکیت خصوصی مورد توجه قرار می‌گیرد: درصد سهامی که سه سرمایه‌گذار بزرگ خصوصی در اختیار دارند (L3) و نزدیکی و قرابت شاخص هر فیندال (Herfinahl) که با علامت

جدول یک توزیع جغرافیایی شرکت‌های خصوصی سازی شده  
توزیع شرکت‌های خصوصی سازی شده

بر اساس سال		بر اساس صنعت	
سال	تعداد	درصد	صنعت
۱۹۸۰	۱	۰/۵۹	امور مالی
۱۹۸۱	۱	۰/۵۹	خدمات
۱۹۸۵	۴	۲/۳۵	ارتباطات
۱۹۸۶	۴	۲/۳۵	انرژی
۱۹۸۷	۳	۱/۷۶	دیگر صنایع
۱۹۸۸	۳	۱/۷۶	جمع
۱۹۸۹	۲۳	۱۳/۵۳	جمع
بر اساس نظام حقوقی			
سال	تعداد	درصد	کشورها
۱۹۹۰	۱۴	۸/۲۴	کشورها
۱۹۹۱	۲۶	۱۵/۲۹	نظام حقوقی کامن لا
۱۹۹۲	۲۰	۱۱/۷۶	کشورهای نظام حقوقی قوانین مکتوب
۱۹۹۳	۱۲	۷/۰۶	جمع (۲۶)
۱۹۹۴	۱۷	۱۰/۰۰	جمع
بر اساس منطقه			
سال	تعداد	درصد	منطقه
۱۹۹۵	۷	۴/۱۲	منطقه
۱۹۹۶	۱۶	۹/۴۱	آفریقا و خاورمیانه (۸)
۱۹۹۷	۱۹	۱۱/۱۸	شرق و جنوب آسیا و اقیانوسیه (۸)
			آمریکای لاتین و کارائیب (۸)
			اروپا و آسیای مرکزی (۲)
جمع	۱۷۰	۱۰۰	جمع (۲۶)

دولتی مدیریت شرکت را برعهده دارند. در شرکت‌های دولتی دغدغه اصلی مدیران برآورده کردن اهداف سیاسی دولت هاست که لزوماً با به حداکثر رساندن سودآوری شرکت همراه نیست. خصوصی سازی سبب می‌شود مالکیت به سرمایه‌گذاران منتقل شود و کارایی و بهره‌وری افزایش پیدا کند.

البته باید گفت موفقیت خصوصی سازی به میزان کارایی رویکردهای مدیریتی در دوره پس از خصوصی سازی بستگی دارد. به طور کلی دو نوع رویکرد مدیریتی وجود دارد؛ داخلی و خارجی. رویکردهای داخلی (internal mechanisms) شامل ساختار مالکیت شرکت (با سهامداران عمده) است. رویکردهای خارجی (external mechanisms) ساختار حقوقی، بازار کار و نقل و انتقال است. در کشورهای در حال توسعه به دلیل اینکه ساختارهای حقوقی و نهادی به اندازه کافی توسعه نیافته‌اند به جای رویکردهای خارجی از رویکردهای داخلی بیشتر استفاده می‌شود.

در این تحقیق روی نقش دو عامل در ساختار مالکیت شرکت‌ها تأکید می‌شود:

- میزان تمرکز مالکیت

- هویت مالکان

در کشورهایی که از حقوق سرمایه‌گذاران کمتر حمایت می‌شود هرچه مالکیت متمرکزتر باشد احتمال موفقیت خصوصی سازی بیشتر خواهد بود. سهامداران بزرگ، که سرمایه آنها به عملکرد شرکت بستگی دارد، انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیران و استفاده صحیح از منابع دارند. علاوه بر آن زمانی که خصوصی سازی منجر به پراکنده شدن مالکان و ساختار مالکیت شود، هزینه‌های شرکت در خصوص کنترل مدیریتی افزایش می‌یابد.

هویت مالکان نیز نقش مهمی در عملکرد شرکت‌های خصوصی سازی شده دارد. به عنوان مثال سرمایه‌گذاران خارجی خواستار افشای اطلاعات و کنترل کامل بر اقدامات مدیران هستند. سرمایه‌گذاران نهادی نیز بر فعالیت‌های مدیران شرکت نظارت کاملی اعمال می‌کنند تا از سودآوری آن اطمینان حاصل کنند.

### متغیرها و اطلاعات موجود

نمونه شرکت‌های خصوصی سازی شده: در این تحقیق برای بررسی رابطه حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، ساختار مالکیت

اختصاصی H3 نشان داده می شود.

### ساختار مالکیت

بخش اول جدول دو به صورت تفصیلی نشان دهنده سه سرمایه‌گذار اصلی و تمرکز ساختار مالکیت است. متوسط تعداد سهام سه سهامدار عمده از ۱۰/۶۴ درصد در دوره پیش از خصوصی سازی به ۳۸/۵۷ درصد در سال پس از خصوصی سازی افزایش یافته است. پس از گذشت سه سال میزان این سهام سالانه به طور متوسط ۶/۴ درصد افزایش یافته و به ۴۵/۹۷ درصد افزایش یافته است.

بخش دوم این جدول نشان دهنده تغییرات مالکیت بر اساس نوع مالکان است. نتایج نشان می دهد که پس از خصوصی سازی، تغییرات بسیار مهمی در ساختار شرکت های مورد مطالعه ایجاد شده است. آمارها نشان می دهد که میزان مالکیت دولت به طور متوسط ۵۵ درصد تغییر کرده است. به این صورت که از ۷۸/۱۶ درصد پیش از خصوصی سازی به ۳۵/۲۳ درصد در سال خصوصی سازی کاهش یافته است. در دوره سه ساله پس از خصوصی سازی نیز متوسط مالکیت دولت در این شرکت ها کاهش یافته و به ۲۱/۴۱ درصد رسیده است. این یافته در باره فروش های مرحله ای صدق می کند. اگر چه دولت سهامدار اصلی و کنترل کننده (بیش از ۵۰ درصد سهام) در ۸۲ درصد شرکت های مورد مطالعه پیش از خصوصی سازی بوده است ولی

این سهام در سال خصوصی سازی به ۳۴ درصد کاهش یافته و سه سال پس از آن به ۲۰ درصد رسیده است. شرکت هایی که هنوز پس از سه سال تحت کنترل دولت هستند (۴۶ درصد شرکت ها) عمدتاً مربوط به بخش های استراتژیک می باشند (مثل مخابرات شرکت های هواپیمایی و بانک ها).

سهام دولت در شرکت ها واگذار شده است. متوسط سهام دولت از ۸۶/۴ درصد در سال پیش از خصوصی سازی به ۲۶/۵۹ درصد رسیده است. این نتایج نشان می دهد که شرکت های محلی نقش مهمی در تعیین

برای تشریح ساختار مالکیت و تغییرات آن در دوره پس از خصوصی سازی، چهار گروه از سرمایه گذاران را می توان دسته بندی کرد: دولت، نهادها و شرکت های داخلی سرمایه گذاران خارجی، کارمندان شرکت و اشخاص حقیقی. تاریخ خصوصی سازی نیز زمانی تعریف می شود که دولت برای نخستین بخش معینی از سهام شرکت را فروخته است. اطلاعات مالکیت شرکت ها نیز مربوط به یک تا سه سال اول خصوصی سازی می باشد.

متغیرهای مربوط به عملکرد: عملکرد شرکت از طریق محاسبه فروش (سود ناشی از فروش) محاسبه دارایی ها و سود هر سهم سنجیده می شود. به دلیل اینکه ما در این تحقیق در پی بررسی رابطه بین عملکرد شرکت پس از خصوصی سازی و ساختار مالکیت آن هستیم، عملکرد شرکت در یک دوره پنج ساله را مورد توجه قرار می دهیم که شامل یک سال قبل از خصوصی سازی، سه سال پس از خصوصی سازی و سالی که در آن خصوصی سازی انجام شده است، می شود. برای اینکه مشخص شود آیا خصوصی سازی سبب بهبود عملکرد شرکت می شود عملکرد دو دوره سه ساله قبل و پس از خصوصی سازی نیز با یکدیگر باید مقایسه شود.

جدول دو - چگونگی شکل گیری ساختار مالکیت در شرکت های خصوصی سازی شده						
نوع سرمایه گذار	درصد مالکیت یک سال قبل از خصوصی سازی			درصد مالکیت پس از خصوصی سازی		
	۰	+۱	+۲	+۳	۰	+۱
بخش اول: تمرکز مالکیت خصوصی						
شرکت های بزرگ	۱۰/۶۴	۲۸/۵۷	۴۲/۸۵	۴۵/۵۵	۴۵/۹۶	
شرکت های متوسط	۰/۰۰	۳۶/۰۰	۴۰/۰۰	۴۲/۹۱	۴۵/۰۰	
شرکت های نامشخص	۱۴۸	۱۳۱	۱۴۱	۱۳۷	۱۱۰	
شرکت های بزرگ	۳/۱۳۶	۲۰/۵۸	۲۱/۸۷	۲۳/۱۲	۲۳/۴۲	
شرکت های متوسط	۰/۰۰	۹/۶۱	۱۱/۵۰	۱۴/۴۷	۱۵/۴۸	
شرکت های نامشخص	۱۵۰	۱۳۰	۱۴۱	۱۳۷	۱۱۰	
بخش دوم: نوع سرمایه گذار						
دولت	۷۸/۱۶	۳۵/۲۳	۳۰/۲۲	۲۵/۰۲	۲۱/۴۱	
شرکت های متوسط	۸۸/۶۰	۳۰/۰۰	۲۰/۰۰	۱۲/۶۰	۰/۰۰	
شرکت های نامشخص	۱۶۹	۱۶۹	۱۶۱	۱۵۰	۱۳۷	
شرکت های بزرگ	۴/۶۸	۱۹/۱۷	۲۲/۸۳	۲۳/۸۴	۲۶/۵۹	
شرکت های متوسط	۰/۰۰	۱/۲۵	۸/۸۳	۱۰/۰۰	۸/۶۱	
شرکت های نامشخص	۱۲۰	۱۰۹	۱۲۴	۱۲۳	۹۸	
سرمایه گذار خارجی	۶/۸۹	۱۴/۴۳	۱۵/۹۳	۱۷/۲۰	۱۶/۲۶	
شرکت های متوسط	۰/۰۰	۰/۰۰	۲/۲۰	۴/۹۶	۳/۹۰	
شرکت های نامشخص	۱۳۷	۱۳۶	۱۳۲	۱۳۶	۱۱۷	
کارکنان	۰/۸۷	۳/۶۱	۳/۵۱	۳/۰۸	۲/۵۵	
شرکت های متوسط	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	
شرکت های نامشخص	۱۳۱	۱۲۶	۱۲۰	۱۰۹	۹۵	
اشخاص	۳/۱۷	۱۴/۵۰	۱۶/۱۴	۱۶/۱۷	۱۵/۷۸	
شرکت های متوسط	۰/۰۰	۸/۶۰	۱۰/۰۰	۹/۵۰	۸/۴۷	
شرکت های نامشخص	۱۱۸	۱۱۱	۱۱۸	۱۱۲	۹۰	

یکی از اهداف خصوصی سازی گسترش مالکیت بین افراد جامعه است. در شرکت های خصوصی سازی شده مورد مطالعه، متوسط سهام افراد از ۳/۱۷ درصد پیش از خصوصی سازی به ۱۴/۵۰ درصد در سال خصوصی سازی و در پایان سال سوم به ۱۵/۷۸ درصد افزایش یافته است. این آمارها نشان می دهد که خصوصی سازی سبب شکل گیری «فرهنگ سهامداری» و حداقلی از سرمایه داری عمومی شده است

ساختار مالکیت در دوره پس از خصوصی سازی تأثیرگذار باشد. بخش اول جدول سه نشان دهنده تغییرات در تمرکز مالکیت خصوصی شرکت‌ها بر اساس نظام حقوقی کشورها است. آمارها نشان می‌دهد بیشترین تمرکز مالکیتی در کشورهای وجود داشته است که از سرمایه‌گذاران کمتر حمایت می‌کرده‌اند (نظام حقوقی قوانین مکتوب).

در سال خصوصی سازی متوسط سهام سه سهامدار عمده در کشورهای مبتنی بر نظام حقوقی قوانین مکتوب ۴۹/۰۳ درصد و در کشورهای مبتنی بر نظام حقوقی کامن لا ۲۲/۶۷ درصد بوده است. سه سال پس از خصوصی سازی این ارقام به ۵۸/۴۲ درصد و ۲۸/۶۴ درصد رسیده است.

بخش دوم جدول سه نشان می‌دهد که چگونه مالکیت دولت، نهادهای محلی، سرمایه‌گذاران خارجی، کارکنان شرکت‌ها و اشخاص حقیقی بر اساس نظام حقوقی کشورها تغییر می‌کند. در کشورهای مبتنی بر نظام حقوقی کامن لا سهام دولتی پیش از خصوصی سازی ۷۷ درصد بوده و این نسبت برای کشورهای دارای نظام حقوقی نوشته ۷۸/۸۶ درصد بوده است. سهام دولت در کشورهای کامن لا پس از خصوصی سازی به ۵۰/۷۷ درصد کاهش یافت و سه سال پس از خصوصی سازی به ۳۰/۸۲ درصد رسید. در کشورهای دارای نظام حقوقی قوانین مکتوب، سهام دولت پس از خصوصی سازی به ۵۷/۴۰ درصد کاهش یافت و سه سال پس از خصوصی سازی به ۱۵/۶۵ درصد رسید. این نتایج نشان می‌دهد که دولت‌ها در کشورهای دارای نظام حقوقی مکتوب تمایل دارند سریع‌تر

ساختار مالکیت خصوصی دارند.

متوسط سهام سرمایه‌گذاران خارجی در سال خصوصی سازی به ۱۴/۴۳ درصد رسیده و در سه سال پس از آن به ۱۶/۲۶ درصد رسیده است. مطالعات نشان می‌دهد که ۶۰ درصد سرمایه‌گذاران خارجی مؤسسات و نهادها هستند. این یافته نشان‌دهنده موج هماهنگ مالکیت خارجی و کنسرسیوم‌های خارجی پس از آزادسازی اقتصادی است که لازمه خصوصی سازی می‌باشد.

دولت‌ها برای اجرای صحیح سیاست‌های خصوصی سازی بخشی از سهام (بین ۵ تا ۲۰ درصد) را به کارکنان شرکت‌ها اختصاص می‌دهند. آمارها نشان می‌دهد متوسط سهام کارکنان ۸۷ صدم درصد پیش از خصوصی سازی به ۳/۶۱ درصد در سال خصوصی سازی افزایش یافته است. البته باید گفت در دوره سه ساله پس از خصوصی مشاهده می‌شود که سهام کارکنان کاهش یافته است و دلیل آن را می‌توان اینگونه توضیح داد که در این دوره ممنوعیت فروش سهام کارکنان وجود نداشته است. یکی از اهداف خصوصی سازی گسترش مالکیت بین افراد جامعه است. در شرکت‌های خصوصی سازی شده مورد مطالعه متوسط سهام افراد از ۳/۱۷ درصد پیش از خصوصی سازی به ۱۴/۵۰ درصد در سال خصوصی سازی و در پایان سال سوم به ۱۵/۷۸ درصد افزایش یافته است. این آمارها نشان می‌دهد که خصوصی سازی سبب شکل‌گیری «فرهنگ سهامداری» و حداقلی از سرمایه‌داری عمومی شده است.

### حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و ساختار مالکیت

ما برای بررسی تغییرات ساختار مالکیت بر اساس قوانین تجارت شرکت‌های مورد مطالعه را به دو گروه تقسیم کردیم: شرکت‌های متعلق به نظام حقوقی کامن لا (Common Law) و شرکت‌های متعلق به نظام حقوقی قوانین مکتوب. علت چنین تقسیم‌بندی این است که کشورهای مبتنی بر نظام حقوقی «کامن لا» از حقوق سرمایه‌گذاران بیشتر حمایت می‌کنند و این مسئله می‌تواند بر

جدول سه - چگونگی شکل‌گیری ساختار مالکیت در شرکت‌های خصوصی سازی شده بر اساس نظام حقوقی کشورها					
نوع سرمایه‌گذار	درصد مالکیت پس از خصوصی سازی			درصد مالکیت یکسال قبل از خصوصی سازی	
	+۳	+۲	+۱	۰	-
بخش اول: تمرکز مالکیت خصوصی					
درصد تجمعی سه سهامدار بزرگ	کشورهای کامن لا				
	۲۸/۶۴	۲۸/۰۹	۲۶/۰۷	۲۲/۶۷	۱۳/۹۷
	شرکت‌های بزرگ				
کشورهای نظام حقوقی مکتوب	کشورهای کامن لا				
	۳۱/۶۹	۳۲/۰۰	۳۱/۱۹	۲۳/۷۵	۰/۰۰
	شرکت‌های متوسط				
شاخص هر میزان	کشورهای کامن لا				
	۵۸/۴۲	۵۶/۵۷	۵۴/۵۷	۴۹/۰۳	۸/۲۹
	شرکت‌های بزرگ				
کشورهای نظام حقوقی مکتوب	کشورهای کامن لا				
	۶۰/۲۰	۵۹/۰۰	۵۵/۴۳	۵۲/۰۰	۰/۰۰
	شرکت‌های متوسط				
کشورهای نظام حقوقی مکتوب	کشورهای کامن لا				
	۸/۲۹	۸/۴۹	۷/۶۴	۶/۹۵	۴/۵۵
	شرکت‌های بزرگ				
بخش دوم: نوع سرمایه‌گذار	کشورهای کامن لا				
	۶/۱۱	۶/۲۷	۵/۲۳	۳/۰۲	۰/۰۰
	شرکت‌های متوسط				
دولت	کشورهای کامن لا				
	۲۴/۲۲	۳۲/۲۶	۳۱/۸۱	۲۹/۳۷	۲/۵۴
	شرکت‌های بزرگ				
کشورهای نظام حقوقی مکتوب	کشورهای کامن لا				
	۲۶/۹۶	۲۵/۵۰	۲۶/۰۰	۱۷/۲۱	۰/۰۰
	شرکت‌های متوسط				

■ سهام دولت در کشورهای «کامن لا» پس از خصوصی سازی به ۵۰/۷۷ درصد کاهش یافت و سه سال پس از خصوصی سازی به ۳۰/۸۲ درصد رسید. در کشورهای دارای نظام حقوقی مکتوب سهام دولت پس از خصوصی سازی به ۵۷/۴۰ درصد کاهش یافت و سه سال پس از خصوصی سازی به ۱۵/۶۵ درصد رسید

## ■ نظام حقوقی یک کشور به معنی منشأ حقوقی آن کشور است. این متغیر به کشورهای دارای نظام حقوقی کامن‌لا نمره یک و به دیگر کشورها نمره صفر می‌دهد

سهام خود را واگذار کنند.

تلاش کردند با استفاده از متغیرهای کشوری، عوامل مؤثر بر تمرکز مالکیت در کشورهای در حال توسعه را تبیین کنند. آنان تمرکز مالکیت در ۱۰ شرکت بزرگ در هر کشور را با بررسی میزان سهام سه سهامدار عمده محاسبه کردند. آنان برای سنجش میزان حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران این عوامل را مورد توجه قرار دادند: میزان کارایی دستگاه قضایی، حقوق سهامداران حقوق اعتباردهندگان، نظام حقوقی. آنها در این مطالعه بین میزان حمایت حقوقی و تمرکز در مالکیت رابطه‌ای منفی یافتند.

در این تحقیق ما برای بررسی ساختار مالکیت در دوره پس از خصوصی سازی متغیرهای شرکتی و کشوری را نیز مورد توجه قرار می‌دهیم. جدول چهار این متغیرها را دسته بندی کرده است. در بخش اول این جدول «ریسک عملیات» به عنوان متغیر شرکتی انتخاب شده است. ریسک عملیات در واقع انحراف از سود سهام است. متغیر دیگر «رشد» است. این متغیر به معنی متوسط رشد فروش شرکت در سه سال نخست پس از خصوصی سازی است. «اندازه شرکت» متغیر است که به معنی مجموع فروش شرکت و میزان تأثیرگذاری آن در صنعت مربوطه است. ما برای هر صنعت یک متغیر فرضی در نظر گرفته ایم: IND1 برای امور مالی، IND2 برای خدمات IND3 برای مخابرات و ارتباطات، IND4 برای صنعت نفت و گاز، پتروشیمی، سیمان و معدن؛ IND5 برای دیگر صنایع. علاوه بر متغیرهای شرکتی، زمان بندی خصوصی سازی نیز مورد بررسی قرار گرفته است. برای این کار ما یک متغیر جدید برای زمان بندی خصوصی سازی تعیین کردیم که اگر شرکت مورد نظر پس از تاریخ متوسط در آن کشور خصوصی سازی شده باشد، نمره یک به آن تعلق می‌گیرد و در غیر این صورت صفر (دیر هنگام). این متغیر نشان دهنده اولویت دولت‌ها برای شرکت‌هایی که باید خصوصی شوند و میزان واگذاری سهام آنها می‌باشد. برای مثال دولت‌ها به دلیل هزینه‌های اجتماعی و سیاسی و ترس از کاهش درآمدها برای واگذاری گسترده سهام مردد هستند و کنترل کاملی بر مراحل اولیه برنامه خصوصی سازی اعمال می‌کنند. البته دولت‌ها ممکن است برای جذب سرمایه‌گذاران خصوصی کنترل خود را در مراحل اولیه خصوصی رها کنند. هر یک از این دو وضعیت در بخش‌های بعدی مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت.

بخش دوم جدول چهار متغیرهای کشوری را مورد توجه قرار می‌دهد. نظام حقوقی یک کشور به معنی منشأ حقوقی آن

پیش از خصوصی سازی، میانگین سهام سرمایه‌گذاران خارجی در شرکت‌های کشورهای مبتنی بر نظام حقوقی کامن‌لا ۱۳/۶۴ درصد و در کشورهای نظام حقوقی مکتوب ۲/۳۷ درصد بوده است. سه سال پس از خصوصی سازی این نسبت‌ها به ترتیب به ۱۶/۰۵ درصد و ۱۶/۴۰ درصد رسیده است. این نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران خارجی صرف نظر از میزان حمایت حقوقی به بازارهای جدید جذب شده‌اند. در مجموع می‌توان گفت نتایج جدول دو و سه نشان می‌دهد پس از خصوصی سازی سهام شرکت‌ها بسیار متمرکز شده است و این یافته منطبق با مطالعات و تحقیقات شیفر و ویشنی (۱۹۹۷) و دیک (۲۰۰۱) می‌باشد. تمرکز در مالکیت بیشتر در کشورهای مشاهده می‌شود که حمایت کمتری از سرمایه‌گذاران وجود دارد. در بخش بعد عوامل مؤثر بر تمرکز در مالکیت بررسی خواهد شد.

### عوامل مؤثر بر تمرکز مالکیت شرکت‌ها

نتایج مطالعات نشان می‌دهد که خصوصی سازی سبب تمرکز در مالکیت خصوصی شرکت‌ها در کشورهایی می‌شود که حمایت کمتری از سرمایه‌گذاران به عمل می‌آورند (کشورهای مبتنی بر نظام حقوقی قوانین مکتوب). دمترولن (۱۹۸۵) عوامل مؤثر بر تمرکز در مالکیت را در ایالات متحده بررسی کرده‌اند. آنان دریافتند که:

۱. رابطه معکوس بین اندازه شرکت و تمرکز مالکیت وجود دارد.
  ۲. رابطه مستقیمی بین تمرکز در مالکیت و بی‌ثباتی سود وجود دارد.
  ۳. تمرکز مالکیتی کمتری در شرکت‌هایی مثل خدمات و امور مالی وجود دارد.
- در تحقیقی که لا پورتا و همکارانش در سال ۱۹۹۸ انجام دادند

جدول چهار نمایه متغیرها	
متغیر	تعریف
بخش اول: متغیرهای شرکتی	
ریسک	انحراف از سود مورد انتظار هر سهم
رشد	رشد فروش
حجم	لگاریتم فروش کلی
بخش دوم: متغیرهای کشوری	
نظام حقوقی	نظام حقوقی کشور مورد مطالعه
دستگاه قضایی	میزان کارآمدی دستگاه قضایی
شاخص چینی	شاخص سازمان ملل درباره نابرابری درآمدها
ثبات دولتی	شاخص میزان ثبات دولت‌ها
تنش‌های قومی	شاخص میزان تنش‌های قومی در کشورها



■ یکی از متغیرهای  
کشوری، دستگاه  
قضایی است. هرچه  
دستگاه قضایی  
قوی‌تر باشد  
نارسایی و ضعف  
قوانین و مقررات  
جبران خواهد شد  
زیرا دادگاه‌های  
کارآمد می‌توانند در  
قبال عملکرد  
نادرست مدیران  
وارد قضیه شده و  
از حقوق  
سرمایه‌گذاران  
حمایت کنند

شرکت رابطه منفی وجود دارد. یعنی هرچه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، مالکیت آن نیز پراکنده‌تر خواهد شد. نتایج مطالعات ما همچنین نشان داد که شرکت‌های مالی از تمرکز بیشتری در مالکیت برخوردارند. این وضعیت را چنین می‌توان توضیح داد که آزادسازی مالی که همزمان با خصوصی سازی یا پس از آن انجام می‌شود سبب جذب سرمایه‌گذاران خارجی به ویژه در مکزیک و سایر کشورهای آمریکای لاتین شده است.

این نتایج همچنین نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت در شرکت‌های خدماتی و مخابراتی کمتر است. یکی از دلایل این امر آن است که دولت‌ها تمایل کمتری به خصوصی سازی این شرکت‌ها دارند زیرا آنها را جزو بخش‌های استراتژیک می‌دانند. ما همچنین دریافتیم که «ریسک عملیاتی» شرکت یا زمان بندی خصوصی سازی هیچ یک بر تمرکز مالکیت تأثیری ندارد.

مطالعات مگینسون (Megginson) و همکاران وی (۲۰۰۲) نشان می‌دهد که خصوصی سازی شرکت‌ها در کشورهایی که از حقوق سرمایه‌گذاران بهتر حمایت می‌شود (کشورهای مبتنی بر نظام حقوقی کامن لا) بیشتر از طریق عرضه عمومی انجام می‌شود. اما مطالعات بورتولوتی (Bortolotti) و همکارانش (۲۰۰۰) نشان می‌دهد که در کشورهای مبتنی بر نظام حقوقی نوشته، خصوصی سازی بیشتر از طریق فروش مستقیم (direct sale) انجام می‌شود.

#### ساختار مالکیت و تأثیر آن بر عملکرد

برای سنجش چگونگی عملکرد شرکت‌های خصوصی سازی شده به میزان فروش، میزان افزایش دارایی‌ها و میزان سود سهام مورد توجه قرار گرفته است. جدول شش عملکرد این شرکت‌ها را یک سال قبل از خصوصی سازی و سه سال پس از آن و چگونگی تغییرات عملکرد را نشان می‌دهد.

نتایج یافته‌ها نشان می‌دهد عملکرد شرکت‌ها پس از خصوصی سازی بهبود یافته است. برای مثال سود سهام

متغیر	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)
ریسک	۰/۱۸۳	۰/۱۷۴	۰/۲۱۶	۰/۱۷۲
رشد فروش	۰/۳۸۰	۰/۳۸۷	۰/۴۰۶	۰/۴۱۸
اندازه	-۰/۴۵۷	-۰/۴۷۸	-۰/۴۴۴	-۰/۴۴۴
شاخص ۱	۱/۷۱۰	۱/۷۸۳	۱/۷۳۰	۱/۵۹۴
شاخص ۲	-۱/۶۶۶	-۱/۷۱۰	-۱/۶۷۱	-۱/۶۱۷
شاخص ۳	-۰/۸۵۳	-۰/۸۲۷	-۰/۸۷۷	-۰/۸۰۱
شاخص ۴	۰/۲۷۱	۰/۲۳۷	۰/۲۶۴	۰/۲۷۱
شاخص ۵	۰/۴۹۸	۰/۵۱۷	۰/۵۵۴	۰/۵۵۳
نظام حقوقی	-۰/۹۶۹	-۰/۹۶۳	-۱/۶۹۷	-۱/۶۴۸
دستگاه قضایی	۰/۰۰۷	۰/۰۱۷	۰/۰۶۶	-۰/۰۲۱
شاخص جنبی	۰/۰۲۴	—	۰/۰۳۴	۰/۰۱۶
ثبات دولتی	۰/۱۶۱	۰/۱۵۲	—	۰/۱۹۲
تنش‌های قومی	۰/۳۵۲	۰/۳۴۱	۰/۴۳۶	—

کشور است. این متغیر به کشورهای دارای نظام حقوقی کامن لا نمره یک و به دیگر کشورها نمره صفر می‌دهد. در کشورهای مبتنی بر نظام حقوقی قوانین نوشته، دولت‌ها تمایل دارند سهام شرکت‌ها را به صورت مستقیم به فروش برسانند که این امر سبب تمرکز در مالکیت خواهد شد. بنابراین ما معتقدیم رابطه‌ای منفی بین تمرکز در مالکیت و میزان حمایت از سرمایه‌گذاران، وجود دارد.

یکی از متغیرهای کشوری دستگاه قضایی است. هرچه دستگاه قضایی قوی‌تر باشد، نارسایی وضع قوانین و مقررات جبران خواهد شد زیرا دادگاه‌های کارآمد می‌توانند در قبال عملکرد نادرست مدیران وارد قضیه شده و از حقوق سرمایه‌گذاران حمایت کنند. بنابراین می‌توان گفت نوعی رابطه منفی بین تمرکز در مالکیت و کارایی دستگاه قضایی وجود دارد.

ما در این مطالعه برای محاسبه نابرابر درآمدها از شاخص جینی (Gini Index) استفاده کردیم. دمستز (۱۹۹۷) معتقد است ثروت جامعه و چگونگی توزیع آن می‌تواند توضیح دهنده تمرکز مالکیت باشد. وی می‌گوید افراد ثروتمند معمولاً سهام زیادی می‌خرند و در پی ایجاد تنوع در ثروت خود هستند. بنابراین به نظر می‌رسد نابرابری درآمدها تأثیر مثبتی در تمرکز مالکیت دارد.

برای سنجش ثبات سیاسی کشورها ما از شاخص «ثبات دولت‌ها» استفاده کردیم که «راهنمای بین‌المللی ریسک کشورها» آن را ارائه می‌کند. این شاخص میزان توانایی دولت‌ها برای انجام اصلاحات اقتصادی و خصوصی سازی را مشخص می‌کند. هرچه این ریسک کمتر باشد نگرانی سرمایه‌گذاران خصوصی درباره تغییر سیاست‌های دولت‌ها نیز کمتر خواهد بود. بنابراین رابطه مثبتی بین تمرکز در مالکیت و ثبات سیاسی وجود دارد.

برای سنجش ثبات اجتماعی از شاخص «تنش‌های اجتماعی» استفاده کردیم که «راهنمای بین‌المللی ریسک کشورها» آن را ارائه می‌کند. این شاخص میزان تنش در کشورها را اندازه‌گیری می‌کند. میزان تنش نیز به تفاوت‌های فرهنگی، نژادی، ملیتی و زبانی بستگی دارد. این عوامل بر محیط اقتصادی، اعتماد سرمایه‌گذاران و تمایل آنها به سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. بنابراین ما معتقدیم رابطه مستقیمی بین تمرکز در مالکیت و ثبات اجتماعی وجود دارد. جدول پنج نشان می‌دهد که بین تمرکز در مالکیت و رشد تولید رابطه مستقیمی وجود دارد. این یافته با این واقعیت که شرکت‌هایی که چشم‌انداز رشد آنها مناسب است برای سرمایه‌گذاران جذابیت بیشتری دارند. نتایج این جدول همچنین نشان می‌دهد که بین تمرکز در مالکیت و اندازه

## نتایج تحقیقات شیلفر و ویشنی در سال ۱۹۹۷ نشان می‌دهد که اگر در دوره پس از خصوصی‌سازی ساختار مالکیت پراکنده باشد (و به این ترتیب هزینه‌های مدیریتی شرکت افزایش یابد) می‌تواند به تضعیف عملکرد شرکت بینجامد

خصوصی‌سازی تأثیر می‌گذارد. مالکان مختلف دارای انگیزه‌ها و توانایی‌های متفاوتی برای کنترل مدیران در دوره پس از خصوصی‌سازی هستند. چنین کنترلی می‌تواند در عملکرد شرکت بسیار تأثیرگذار باشد.

برای بررسی این مسئله ترکیب سهامداران، اندازه شرکت و وضعیت اقتصادی کشور و میزان رشد اقتصاد آن باید مورد توجه قرار گیرد.

نتایج مطالعات ما نشان داده است که مالکیت نهادهای محلی تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها در دوره پس از خصوصی‌سازی دارد. مالکیت افراد نیز سبب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود.

### جمع‌بندی نهایی یافته‌های تحقیق

یافته‌های تحقیق را می‌توان به این صورت خلاصه کرد: نخست اینکه در سال خصوصی‌سازی مالکیت دولت در شرکت‌های خصوصی‌سازی شده به صورت قابل توجهی کاهش پیدا کرده و در سه سال بعدی نیز این کاهش ادامه پیدا کرده است. بیشتر سهام دولت را نهادهای محلی سرمایه‌گذاران خارجی و اشخاص خریده‌اند.

دوم اینکه متغیرهای شرکتی که شامل اندازه شرکت، رشد فروش و اهمیت شرکت در صنعت مورد نظر و متغیرهای کشوری که شامل میزان حمایت از سرمایه‌گذاران، ثبات سیاسی و اجتماعی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر تمرکز مالکیت در شرکت‌ها هستند.

سرانجام اینکه یافته‌های این تحقیق نشان داد که تمرکز مالکیت به صورت مثبت بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. در کشورهایی که حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران کم‌تر است سرمایه‌گذاران از مکانیسم تمرکز در مالکیت به عنوان رویکرد جبرانی استفاده می‌کنند.

علاوه بر آن یافته‌های تحقیق

نشان داد که هویت مالکان نیز بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. به گونه‌ای که اگر نهادهای محلی یا سرمایه‌گذاران خارجی شرکت‌های خصوصی‌سازی شده را خریداری کنند عملکرد شرکت بهبود پیدا می‌کند.

شرکت از ۹/۹ درصد در یک سال قبل از خصوصی‌سازی به ۱۲/۸ درصد در سال خصوصی‌سازی افزایش یافته است.

تمرکز مالکیت سبب ایجاد ارتباط قوی بین مالکیت و کنترل می‌شود، این امر نیز به نوبه خود باعث کاهش مشکلات شرکت و بهبود عملکرد آن خواهد شد (شیفر و ویشنی ۱۹۹۷).

یک رویکرد متداول ارائه تحلیلی رگرسیونی درباره عملکرد شرکت و رابطه آن با متغیرهای مربوط به ساختار مالکیت است. البته اگر برخی از عوامل تأثیرگذار بر عملکرد شرکت نادیده گرفته شود، این رویکرد ممکن است گمراه‌کننده باشد.

درباره رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت اغراق شود. مطالعات اخیر (مثل مطالعات هیملبیگ و همکاران ۱۹۹۹ و پالیا ۲۰۰۱) ماهیت ساخت مالکیت (و عمدتاً مالکیت مدیریتی) را نشان داده و بر نیاز به کنترل آن با استفاده از متغیرهای ابزاری مالکیت تأکید کرده‌اند.

نتایج تحقیقات شیلفر و ویشنی در سال ۱۹۹۷ نشان می‌دهد که اگر در دوره پس از خصوصی‌سازی ساختار مالکیت پراکنده باشد (و به این ترتیب هزینه‌های مدیریتی شرکت افزایش یابد) می‌تواند به تضعیف عملکرد شرکت بینجامد. نتایج این تحقیقات همچنین نشان داده است که آزادسازی اقتصادی نقش مثبتی در بهبود عملکرد شرکت‌ها در دوره پس از خصوصی‌سازی دارد. رشد تولید ناخالص ملی اگرچه در عملکرد شرکت تأثیر مثبت دارد ولی چندان قابل توجه نیست. درباره حجم و اندازه شرکت نیز باید گفت اندازه شرکت با عملکرد آن رابطه منفی دارد زیرا شرکت‌های کوچک خود را بهتر می‌توانند با تغییرات محیطی تطبیق دهند.

رابطه بین هویت مالکان و عملکرد تاکنون رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد آن بررسی شد. هویت مالکان نیز بر عملکرد شرکت در دوره پس از

### رابطه بین هویت مالکان و عملکرد

تاکنون رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد آن بررسی شد.

هویت مالکان نیز بر عملکرد شرکت در دوره پس از

تغییرات	جدول شش - عملکرد شرکت‌های خصوصی‌سازی شده							
	سطوح							
	پیش از خصوصی‌سازی قبل (۱-۳) قبل (-۱)	خصوصی‌سازی سال صفر (۰)	یک سال (+۱) دو سال (+۲) سه سال (+۳)	پس از خصوصی‌سازی بعد (۳+ و ۱+ و ۳- و ۱-)	بزرگ	متوسط	نامشخص	
بزرگ	۰/۰۷۵	۰/۰۹۹	۰/۱۲۸	۰/۱۶۲	۰/۱۵۹	۰/۰۶۲	۰/۱۵۲	۰/۰۷۷
متوسط	۰/۰۵۰	۰/۰۶۴	۰/۰۹۶	۰/۱۰۰	۰/۰۹۴	۰/۰۹۲	۰/۱۰۹	۰/۰۳۹
نامشخص	۱۶۴	۱۷۰	۱۶۶	۱۷۰	۱۷۰	۱۳۶	۱۶۴	۱۶۴
بزرگ	۰/۰۴۳	۰/۰۵۱	۰/۰۵۵	۰/۰۶۳	۰/۰۶۱	۰/۰۶۰	۰/۰۶۷	۰/۰۲۴
متوسط	۰/۰۲۴	۰/۰۲۶	۰/۰۴۱	۰/۰۴۴	۰/۰۴۳	۰/۰۴۲	۰/۰۴۷	۰/۰۱۱
نامشخص	۱۶۵	۱۷۱	۱۶۶	۱۷۱	۱۷۲	۱۳۷	۱۶۵	۱۶۵
بزرگ	۰/۱۶۳	۰/۲۲۴	۰/۱۸۷	۰/۱۹۷	۰/۲۲۰	۰/۲۱۴	۰/۲۲۴	۰/۰۶۱
متوسط	۰/۰۹۶	۰/۱۰۹	۰/۱۲۷	۰/۱۴۵	۰/۱۳۱	۰/۱۴۰	۰/۱۴۵	۰/۰۳۷
نامشخص	۱۶۵	۱۷۳	۱۶۸	۱۷۱	۱۷۲	۱۳۸	۱۶۵	۱۶۵