

## ارزیابی روند بازدهی سهام شرکتهای خصوصی سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار

خدیجه نصراللهی\*  
کیومرث آقایی\*  
نوشین باقری زمانی\*\*

### چکیده

یکی از مهمترین اهداف خصوصی سازی در کشورهای مختلف، بهبود کارایی و افزایش بازدهی می باشد. از این رو، پژوهش حاضر به منظور کنکاش اثرات خصوصی شدن شرکت های دولتی در ایران از طریق بورس اوراق بهادار تهران توسط تجزیه و تحلیل بازده سهام این نوع شرکت ها با استفاده از یک روش تحلیلی - تجربی پی گیری شد.

با بررسی اسناد مالی شرکت های خصوصی شده در سالنامه های آماری بورس اوراق بهادار تهران، بازده سهام شرکت ها قبل و بعد از خصوصی شدن محاسبه و داده های آماری مورد نیاز گردآوری شد. سپس با استفاده از نرم افزار SPSS با توجه به وضعیت توزیع داده ها، آزمون های غیرپارامتریک انجام گرفت.

بر اساس تحلیل های آماری انجام گرفته مشخص شد که بطور کلی بین بازده سهام شرکت های واگذاری شده، قبل و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود دارد. بین بازده سهام شرکت های خصوصی در پنج زیر دوره مورد مطالعه، تفاوت وجود دارد. بیشترین افزایش در ۳ سال اول و بیشترین کاهش در ۳ سال چهارم بعد از خصوصی سازی اتفاق افتاده است.

---

\* استادیار دانشکده اقتصاد دانشگاه اصفهان

\*\* کارشناس ارشد اقتصاد

## ۱- مقدمه

عملکرد نامطلوب تعداد زیادی از شرکتها و دستگاههای دولتی منجر به این نتیجه شده است که دولت اصولاً بازرگان خوبی نیست. نارسایی های ناشی از فعالیت های شرکت های مذکور در اقتصاد بسیاری از کشورها موجب این برداشت شده است که دستگاههای دولتی در انجام وظایف مورد نظر و در فلسفه تشکیل آن ها ضعیف عمل کرده اند. از این رو از اواسط دهه ۱۹۷۰ تلاش گسترده ای جهت دستیابی به راه حل ها آغاز شد و اقدامات مختلفی جهت حل معضلات مبتلا به دستگاههای دولتی و پیامدهای تشکیل آنها پیشنهاد شد. از جمله اقدامات مذکور می توان به استفاده از مکانیزمهای بخش خصوصی در شرکتهای دولتی در کو تاه و بلندمدت و نیز خصوصی سازی شرکت های دولتی اشاره کرد.

تحلیل اثر سیاست خصوصی سازی بر روند بازدهی سهام شرکتها، پارامتری است که نشان می دهد آیا خصوصی سازی در دوره مورد مطالعه مؤثر بوده است؟ آیا میانگین نرخ بازده سهام شرکتها قبل و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری داشته است؟

مزایای پیوستن به بورس از دیدگاه اقتصادی از چند بعد قابل تامل است، جمع آوری سرمایه های جزئی و پراکنده و یک کاسه نمودن آنها در جهت تجهیز منابع مالی مورد نیاز شرکت ها، توزیع عادلانه تر درآمدها و ایجاد احساس مشارکت. یکی دیگر از برتری ها مسئله تخصیص مطلوب منابع می باشد. وجود فضای بازار، در بورس اوراق بهادار تخصیص مطلوب منابع را میسر می سازد. بورس اوراق بهادار با تعیین بهای رقابتی سهام به عنوان ابزار انتظامی اقتصاد مدیران غیرفعال و ضعیف را تنبیه و مدیران مبتکر و قدرتمند را تشویق می کند. لذا یک شرکت زیان ده نمی تواند از طریق بورس اوراق بهادار به تامین مالی خود اقدام نماید.

در این مطالعه هدف تحلیل اثر امر خصوصی سازی بر بازدهی سهام شرکت های واگذاری شده و ارزیابی میزان موفقیت شرکت های مشمول امر خصوصی سازی و در صورت ناموفق بودن پیدا کردن دلایل و سپس ارائه راهکارهای مناسب برای آنها می باشد. برای این منظور در ابتدا پیشینه و روش پژوهش معرفی می شود. پس از آن داده های پژوهش و در ادامه نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها و در انتها نیز نتیجه گیری کلی و پیشنهادها ارائه خواهد شد.

به نظر متفکرانی که در عرصه خصوصی سازی فعالیت دارند، نخستین هدف خصوصی سازی، افزایش کارآیی اقتصاد ملی است که از یک سو باعث کاهش حجم و اندازه دولت در اقتصاد می گردد و از سویی دیگر باعث شکوفایی ظرفیت ها و توانایی های بالقوه مردم می گردد.

یکی از اهداف اصلی چنین ساختاری، تطابق مؤسسات و سازمان ها با محیط اقتصادی، سیاسی و اجتماعی در جهان است که به سرعت تغییر می کند این تغییرات باعث افزایش نیروهای بازار آزاد در سطح جهانی و شکست برنامه ریزی های اقتصادی متمرکز توسط سوسیالیست ها در دهه ۱۹۸۰ گردید (نصیر زاده، ۱۳۷۹). از اینرو پرداختن به پژوهش هایی که در این زمینه انجام گرفته ضروری بنظر می رسد:

الماسی (۱۳۸۱)، اثرات سیاست خصوصی سازی دولت در چارچوب قانون برنامه توسعه ی اقتصادی، اجتماعی را از دیدگاه مالی مورد بررسی قراردادده است. ارزیابی اثر بخش این سیاست با توجه به متون حسابداری و خصوصی سازی با استفاده از سه معیار درآمد هر سهم، بازده دارایی ها و بازده ارزش ویژه انجام شده است. وضعیت سه شاخص ذکر شده پنج سال قبل و پنج سال پس از خصوصی سازی، برای شرکت خصوصی شده مورد بررسی قرار داده است. شرکت های خصوصی شده در قالب صنایع مختلف و به گونه ای کلی، ارزیابی شده اند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که پس از خصوصی سازی، عملکرد مالی شرکت ها تغییر معناداری نداشته است. لذا اجرای سیاست خصوصی سازی قادر به دستیابی به اهداف آن، یعنی بهبود کارایی و بهره وری شرکتها نبوده است. عمده ترین دلیل عدم کامیابی سیاست خصوصی سازی، شرایط اقتصادی نامساعد ایران و فقدان بسترهای مناسب جهت دستیابی به اهداف این برنامه بر شمرده شده است.

سیلواری (۱۳۷۹)، رابطه بین نوع مالکیت و عملکرد مالی را بررسی نموده است. در این پژوهش یک نمونه مشتمل بر ۶۲ شرکت از بین شش صنعت (خودروسازی، سرمایه گذاری مالی، کانی غیرفلزی، غذایی، شیمیایی و لاستیک و پلاستیک) انتخاب شده است. هدف این پژوهش آن است که مشخص نماید: آیا تغییرات درصد مالکیت، موجب بهبود شاخصهای عملکرد مالی شده است یا خیر؟ در این راستا نسبتهای مالی سالهای ۷۷ و ۷۸ این شرکتها مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه کلی بدست آمده حاکی از آن است که تغییرات در نسبت مالکیت (دولتی یا خصوصی) رابطه ای با تغییرات در نسبتهای مالی ندارد. از نکات قابل ذکر در مورد این پژوهش آن است که دوره مورد بررسی برای نتیجه گیری (دوسال) بسیار کوتاه

است. نارسایی دیگر این است که شرکتهای زیادی در نمونه وجود دارند که درصد مالکیت آنها تغییر نیافته، لذا باید از نمونه حذف می شدند زیرا عملاً جزء جامعه آماری محسوب نمی شوند و نتایج را نیز مخدوش می نمایند.

خشنودی (۱۳۸۰)، در نتایج بدست آورده در مورد بررسی رابطه بین عرضه سهام در بورس اوراق بهادار تهران با سرمایه گذاری خصوصی در ایران (۸۰-۶۸)، رابطه بین عرضه سهام در بورس اوراق بهادار تهران و سرمایه گذاری خصوصی در ایران را در فاصله سالهای ۱۳۶۸ تا ۱۳۸۰ مورد بررسی قرار داده است. باتوجه به این که برآورد الگوی رگرسیون با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی مستلزم پایداری متغیرهای بکاررفته در الگوهای موردنظر می باشد، در این بررسی، ابتدا با استفاده از آزمون ریشه واحد (آزمون دیکی فولر تعمیم یافته) پایداری متغیرها را مورد بررسی قرار داده و سپس آزمونهای مربوط به الگوها به منظور بررسی قابلیت اطمینان و روایی الگوها انجام گرفته است.

نتایج این بررسی حکایت از آن دارد که اولاً، رابطه معناداری بین عرضه سهام و سرمایه گذاری خصوصی در ایران وجود دارد.

دوماً، میزان تأثیرپذیری سرمایه گذاری خصوصی در دوره جاری از عرضه سهام دوره قبل بیشتر می باشد و سوماً میزان تأثیرپذیری سرمایه گذاری خصوصی در دوره جاری از سرمایه گذاری خصوصی دوره قبل بیشتر از عرضه سهام در دوره جاری می باشد.

افشاری (۱۳۷۵)، به بررسی تأثیرات سیاست خصوصی سازی در برنامه اول پرداخته است. این مطالعه تغییرات عملکرد عملیاتی، بخصوص افزایش فروش را مورد مطالعه قرار داده است. طول دوره پژوهش حد فاصل سالهای ۱۳۶۹-۱۳۷۲ بوده و عملکرد شرکت ها در دو سال قبل و بعد از خصوصی سازی ارزیابی شده است. همچنین تغییرات در نسبتهای نقدینگی و گردش دارایی ها نیز بررسی شده اند. یافته های این پژوهش حاکی از آن است که، عملکرد عملیاتی شرکت های خصوصی شده، بهبود یافته اما این تغییرات چندان چشمگیر نبوده است. کوچک بودن دامنه پژوهش که تنها شامل ۸ شرکت و ۳ صنعت است را می توان یکی از نارسایی های این پژوهش دانست. ضمن آنکه روش و استنباط آماری بکار رفته نیز منطبق با پژوهش های معتبر انجام شده در این زمینه نمی باشد.

امینی مهر (۱۳۷۲)، یکی از راه های کاهش مشکلات دولت را، خصوصی کردن شرکت های دولتی تشخیص داده، که به بررسی عملکرد جریان خصوصی سازی از تاریخ اجرای قانون سال ۱۳۶۷ تا پایان سال ۱۳۷۱ پرداخته است. نهایتاً مشخص نموده برای موفقیت خصوصی سازی در ایران، تجدیدنظر کلی لازم است، چرا که تجربه ۳ سال گذشته نشان می دهد که اولاً، آنچه

به نام خصوصی سازی در ایران معرفی می شود چیزی جز از حالت ملی خارج کردن صنایع ملی شده پس از انقلاب نمی باشد و ثانیاً روش انتخاب شده، یعنی روش عرضه ی عمومی سهام از طریق بورس با توجه به شرایط پذیرش شرکت ها در بورس و ساختار کلی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، روش مناسب برای واگذاری این شرکت های ملی شده نمی باشد.

میری (۱۳۷۳)، نیز در پژوهش خود با عنوان تأثیر خصوصی سازی بر کارایی شرکت های تولیدی خصوصی شده در بورس اوراق بهادار تهران، بر این عقیده است که یکی از اهداف اساسی خصوصی سازی در کشور ما افزایش کارایی، می باشد. در این پژوهش تأثیر خصوصی سازی را بر کارایی شرکت های تولیدی بررسی کرده، سؤال پژوهشگر این است که آیا خصوصی سازی باعث افزایش کارایی شده است یا خیر؟ برای تحقق این امر، فرضیه را روی دو بعد کارایی بنا نهاده است. کارایی اقتصادی که از طریق نسبت‌های سودآوری بررسی کرده و کارایی فنی که از طریق تولید شرکتها مورد بررسی قرار داده است. بررسی انجام داده خود شامل دو بخش است: بخش اول که از طریق تکنیک های آمار توصیفی انجام داده است و بخش دوم که با استفاده از تکنیک های آمار استنباطی T-TEST نتایج بدست آمده را به کل جامعه تعمیم داده است. نتایج نشان می دهد که اولاً در کلیه حالات در نظر گرفته شده بین دو دوره قبل و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود داشته است. ثانیاً به دلیل این که دامنه های حاصله در برگزیده اعداد مثبت هستند لذا متوسط نسبت های سودآوری در دوره بعد از خصوصی سازی نسبت به دوره قبل از خصوصی سازی افزایش پیدا کرده اند.

مندل<sup>۱</sup> (۲۰۰۰)، در پژوهشی در زمینه خصوصی سازی، ۱۱۸ شرکت از ۲۹ کشور (در حال توسعه و توسعه یافته) و ۲۸ صنعت از نظر عملکرد مالی و عملیاتی (کارایی) را مورد بررسی قرار داد. در این پژوهش شاخصهای سودآوری (در آمد عملیاتی به فروش، بازده فروش، بازده دارائیه‌ها و بازده سرمایه)، شاخصهای کارایی (نسبت فروش واقعی هر کارمند) و شاخصهای سرمایه (مخارج سرمایه های به فروش و مصارف سرمایه ای به کل دارائیه‌ها) در سه سال قبل و بعد از خصوصی سازی را مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش نیز حاکی از بهبود معنی دار تمامی شاخصها در تمام صنایع و تمام کشورها بوده است.

## ۳- روش پژوهش

## Archive OF SID

واژه خصوصی سازی در سال ۱۹۸۳ برای اولین بار در فرهنگ لغات دانشگاهی وبستر<sup>۱</sup> بدین صورت تعریف شده است: خصوصی سازی عبارتست از «تغییر کنترل یا مالکیت از سیستم دولتی به سیستم خصوصی». در اینصورت، خصوصی سازی عبارتست از مجموعه عملیات قضایی، اقتصادی و اجتماعی مبتنی بر کاهش و حتی حذف سرکردگی دیوانسالاری و تکنوگرای اداری بر مؤسسات بخش عمومی (شمس ۱۳۷۲).

چون هدف این تحقیق ارزیابی تفاوت بازدهی سهام در مورد انواع شرکتهای دولتی واگذاری شده از طریق بورس اوراق بهادار می باشد. کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس، از جمله مجموعه شرکتهائی که پس از تصویب و اجرای قانون واگذاری شرکتهای دولتی (۱۳۷۰)، مشمول خصوصی سازی قرار گرفته اند (یعنی بنابر قانون تجارت و قانون محاسبات عمومی ۵۰٪ سهام آنها به بخش خصوصی واگذار گردیده اند) جامعه آماری پژوهش را تشکیل می دهند.

از تعداد ۲۱۷ شرکت واگذار شده در فاصله زمانی بین سالهای ۷۰ الی ۷۳ مالکیت تعداد ۷۷ شرکت از طریق بورس اوراق بهادار تهران واگذار شده بود. اما از بین این ۷۷ شرکت تنها ۳۳ شرکت تا سال ۸۴ کماکان در بورس فعال بودند و به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. به عبارت دیگر، این تعداد شرکت با مالکیت دولتی از طریق واگذاری سهام خصوصی شده فعلا در بورس فعالند. برای محاسبه بازده سهام نیز از مدل زیر استفاده شد:

$$Ri_t = \frac{(Pi_t - Pi_{t=1}) + Di_t}{Pi_{t-1}} \times 100 \quad (1)$$

Rit: نرخ بازده سهام شرکت i در دوره t

Pit: قیمت سهام شرکت i در پایان دوره t پس از مجمع

Pit-1: قیمت سهام شرکت i در ابتدای دوره t

Dit: سود نقدی هر سهم و مزایای غیرنقدی تعلق گرفته سهام شرکت i در دوره t

قیمت سهام در ابتدا و انتهای دوره (Pit, Pit-1)

از آنجایی که بازده سهام به صورت سالیانه محاسبه می شود در اینجا قیمت سهام در اول سال و آخر سال را گرفته و تفاوت آن را به دست آورده و بعنوان تفاوت نرخ در فرمول قرار

می دهیم. این تفاوت اگر مثبت باشد، عامل فزاینده نرخ بازده کل بوده و اگر منفی باشد، عامل کاهنده نرخ بازده کل است.

سود نقدی هر سهم: Dit

این سود عبارت است از سود ناخالص سهام پیشنهادی تصویب شده در مجمع عمومی صاحبان سهام تقسیم بر تعداد سهام در تاریخ سود پیشنهادی توسط مجمع عمومی صاحبان سهام:

$$(۲) \quad \text{سود ناخالص سهام پیشنهادی} \\ \text{تعداد سهام} = \text{سود نقدی ناخالص هر سهم}$$

سود پس از پیشنهاد هیئت مدیره شرکت و تصویب مجمع عمومی صاحبان سهام، طبق قانون تجارت تا ۸ ماه بعد از تصویب سود توسط مجمع به سهامداران قابل پرداخت است و اغلب شرکتها به دلایل مشکلات نقدینگی و یا برای استفاده از این منابع، پرداخت سود را حدود ۸ ماه به تأخیر می اندازند. بنابراین سود متعلق به سهامدار که بطور ناخالص در محاسبه منظور می شود، بدون در نظر گرفتن ارزش زمانی پول است. در این پژوهش جهت آزمون مدل، برای متغیر سود نقدی مفروضات زیر در نظر گرفته شده است.

- ۱- مالیات بر سود سهام دریافتی به دلیل ناچیز بودنش بی تأثیر فرض می شود.
- ۲- سود نقدی هر سهم تنزیل نمی شود.

#### ۴- معرفی داده ها

داده های پژوهش شامل اطلاعات مربوط به بازده سهام شرکت های خصوصی سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار طی ۱۳۸۴-۱۳۷۰ می باشد. به منظور انجام تحلیل های آماری مناسب برای آزمون فرضیه های پژوهش، این داده ها به پنج دوره سه ساله - بازده قبل از خصوصی سازی، بازده سه سال اول، دوم، سوم و چهارم پس از خصوصی سازی تقسیم بندی شده است. چون مشاهدات پژوهش، بازده سهام شرکت های خصوصی سازی شده است، از اینرو، ارزیابی رفتار یک متغیر (بازده سهام) در طی زمان مورد نظر است. لذا، در تحلیل های آماری مربوط باید از روش مقایسه میانگین بازده این متغیر یا مستقل بودن چند نمونه حاصل از یک جامعه آماری استفاده نمود.

## ۵- نتایج و بحث

## Archive OF SID

یکی از فرضیات پژوهش این بود که "میانگین بازده سهام شرکت ها قبل از خصوصی سازی با میانگین بازده سهام شرکت ها بعد از خصوصی سازی تفاوت ندارد." به منظور آزمون این فرضیه، در این بخش ابتدا به بررسی شاخص های آمار توصیفی مربوط به نرخ بازده سهام که محاسبه و در جدول (۱) نشان داده شده است، پرداخته می شود. لازم به ذکر است که نرخ بازده سهام در وضعیت های میانگین ۳ سال قبل از خصوصی سازی، میانگین ۳ ساله اول، ۳ ساله دوم، ۳ ساله سوم و ۳ ساله چهارم بعد از خصوصی سازی مورد بررسی قرار گرفته اند. همانطور که ملاحظه می گردد میانگین بازده سهام شرکت ها قبل از خصوصی سازی برابر ۱۸/۶۰۲ بوده است. این در جایی است که همین میانگین در مدت ۳ سال اول بعد از خصوصی سازی به ۹۴/۴۴۴ افزایش یافته و در مدت ۳ سال دوم نسبت به سال اول بعد از خصوصی سازی این میانگین به ۲۱/۴۳۲ کاهش یافته است و در مدت ۳ ساله سوم نسبت به ۳ سال دوم بعد از خصوصی سازی این میانگین به ۳۴/۱۸۸ افزایش یافته و در سه ساله چهارم نسبت به ۳ سال سوم بعد از خصوصی سازی به ۳۱/۳۳۴ کاهش یافته است (جدول ۱).

بدین ترتیب به نظر می رسد میانگین نرخ بازده سهام در طی پنج دوره مورد بررسی با یکدیگر تفاوت داشته و در واقع میانگین بازده سهام شرکتها در سه ساله اول بعد از خصوصی سازی ۲۷/۹۲۲٪، افزایش، در سه ساله دوم بعد از خصوصی سازی ۳۶/۵۲۲٪ کاهش، و در سه ساله سوم بعد از خصوصی سازی ۷/۲٪ افزایش و در ۳ سال چهارم ۲/۲۴٪ کاهش یافته است. جهت حصول اطمینان از نتایج به دست آمده و تعمیم آن به جامعه آماری باید از تحلیل های آماری مناسب استفاده نمود تا این تفاوت به طور دقیق از لحاظ آماری تأیید یا رد شود.

جدول ۱: شاخص های آماری مربوط به نرخ بازده سهام شرکت های واگذاری شده

| متغیر                             | تعداد | میانگین | درصد میانگین | میانه    | واریانس   | انحراف معیار | خطای معیار |
|-----------------------------------|-------|---------|--------------|----------|-----------|--------------|------------|
| بازده قبل از خصوصی سازی           | ۹۹    | ۱۸/۶۰۲  | ٪۹/۳         | ۰/۰۰۰    | ۱۶۹۹/۰۱۷  | ۴۱/۲۱۹۱      | ۴/۱۶۳۷     |
| بازده ۳ ساله اول بعد از واگذاری   | ۹۹    | ۹۴/۴۴۴  | ٪۴۷/۲۳۲      | ۵۲/۰۰۰   | ۱۹۱۳/۲۰۶  | ۱۳۸/۳۳۲۸     | ۱۳/۹۰۲۰    |
| بازده ۳ ساله دوم بعد از واگذاری   | ۹۷    | ۲۱/۴۳۲  | ٪۱۰/۷        | ۴/۴۰۵    | ۲۸۹۷/۵۶۱  | ۵۳/۸۲۹۰      | ۵/۲۸۲۹     |
| بازده ۳ ساله سوم بعد از واگذاری   | ۹۶    | ۳۴/۱۸۸  | ٪۱۷/۹        | ۱۶/۸۵۵   | ۴۱۷۶/۶۰۴  | ۶۴/۶۲۶۷      | ۵/۷۱۳۲     |
| بازده ۳ ساله چهارم بعد از واگذاری | ۹۵    | ۳۱/۳۳۴  | ٪۱۵/۶۶       | -۸۰۰/۰۰۰ | ۳۵۴۹۸/۹۴۱ | ۱۸۸/۴۱۱۶     | ۲۴/۳۳۳۸    |

مأخذ: محاسبات پژوهشگر



## Archive OF SID

## آزمون فرضیه تحقیق با استفاده از روش استنباطی

بطور کلی برای آزمون فرضیه ها می توان از آزمونهای پارامتری و ناپارامتری استفاده نمود، ولی برای انجام آزمونهای پارامتری، شرط نرمال بودن توزیع متغیرهای مورد بررسی باید احراز شود، در غیر این صورت باید از آزمونهای ناپارامتری استفاده کرد. به منظور آزمون فرضیه فوق و ارزیابی عملکرد دوران قبل و بعد از تاریخ واگذاری، باید از انواع آزمون های استقلال دو نمونه در قالب آزمون های کالموگروف- اسمیرنوف<sup>۱</sup>، کروسکال والیس<sup>۲</sup> و من ویتنی<sup>۳</sup> استفاده نمود (خراسانی زاده ۱۳۷۵).

جدول ۲: جدول مقایسه نرمال بودن توزیع داده های بازده سهام شرکت های بخش خصوصی

با استفاده از آزمون کالموگروف-اسمیرنوف

| P     | K-S-Z | متغیر                                 |
|-------|-------|---------------------------------------|
| ۰/۰۰۱ | ۲/۲۲۵ | بازده سه ساله قبل از خصوصی سازی       |
| ۰/۰۰۱ | ۲/۰۹  | بازده سه ساله اول بعد از خصوصی سازی   |
| ۰/۰۰۳ | ۱/۷۸۴ | بازده سه ساله دوم بعد از خصوصی سازی   |
| ۰/۰۰۲ | ۱/۸۳۳ | بازده سه ساله سوم بعد از خصوصی سازی   |
| ۰/۰۰۱ | ۲/۷۴  | بازده سه ساله چهارم بعد از خصوصی سازی |

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

بر اساس یافته های جدول (۲) و آزمون کالموگروف-اسمیرنوف، بازده ۳ سال قبل از خصوصی سازی، ۳ سال اول، دوم، سوم و ۳ سال چهارم بعد از خصوصی سازی از لحاظ آماری در سطح ۰/۰۱ معنی دار است و از اینرو دارای توزیع نرمال نمی باشد. بنابراین فرضیات با استفاده از آزمون های ناپارامتری مورد بررسی قرار می گیرد. به منظور آزمون فرضیه صفر این پژوهش، ابتدا میانگین رتبه ای بازده سهام شرکت های واگذاری شده طی دوره های مورد اشاره قبل و بعد از خصوصی سازی محاسبه شد.

1- Kolmogorov-Smirnov test

2- Kruskal-Wallis test

3- Mann-Whitney test

## Archive OF SID

جدول ۳: مقایسه میانگین رتبه ای بازده سهام شرکت های خصوصی قبل

و بعد از خصوصی سازی

| متغیر             | میانگین رتبه ای | تعداد |
|-------------------|-----------------|-------|
| قبل از خصوصی سازی | ۲۰۱/۹۶          | ۹۹    |
| بعد از خصوصی سازی | ۲۳۴             | ۳۵۴   |

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

بر اساس یافته های جدول (۳) میانگین رتبه بازده سهام شرکت های خصوصی قبل از خصوصی سازی ۲۰۱/۹۶ و بعد از خصوصی سازی ۲۳۴ بوده است. به منظور پی بردن به این که آیا بین این دو میانگین رتبه ای اختلاف معنی دار وجود دارد یا نه، از آزمون مان ویتنی استفاده شد. جدول ۴ منعکس کننده نتایج این آزمون می باشد.

جدول ۴: مقایسه میانگین رتبه بازده سهام شرکت های خصوصی قبل و بعد از

خصوصی سازی با استفاده از آزمون مان ویتنی

|   |        |
|---|--------|
| Z | -۲/۱۵۶ |
| P | ۰/۰۳۱  |

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

Z محاسبه شده در سطح  $P \leq 0/05$  معنی دار بوده، بنابراین بین بازده سهام شرکت های خصوصی، قبل و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود دارد. بازده سهام بعد از خصوصی سازی بیشتر شده، پس بطور کلی می توان نتیجه گرفت که اگر شرکتها به بخش خصوصی واگذار شود بازده سهام شرکت ها با اطمینان ۹۵٪ در صد افزایش می یابد.

آیا بین بازده سهام در شرکت های خصوصی سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار طی سال های مختلف و با بطور روندی تفاوت معنی داری وجود دارد یا نه؟ سوال دیگری است که در این رابطه مطرح است. در اینجا نیز ابتدا به محاسبه میانگین رتبه ای بازده سهام طی دوره های مختلف پرداخته شد.

## جدول ۵: مقایسه میانگین رتبه ای بازده سهام شرکت های خصوصی سازی

### در طی سالهای مورد مطالعه

| دوره | میانگین رتبه | درصد میانگین رتبه | تعداد |
|------|--------------|-------------------|-------|
| ۱    | ۲۰۱/۹۶       | ۰/۱۸              | ۹۹    |
| ۲    | ۳۰۴/۵۶       | ۰/۳۷              | ۹۹    |
| ۳    | ۲۰۳/۱۹       | ۰/۱۸              | ۹۹    |
| ۴    | ۲۳۸/۱۴       | ۰/۲۱              | ۹۶    |
| ۵    | ۱۶۱/۸۲       | ۰/۱۵              | ۶۰    |

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

با توجه به جدول (۵) میانگین رتبه در سه سال اول قبل از خصوصی سازی ۲۰۱/۹۶ است و در سه سال دوم به ۳۰۴/۵۶ (۰/۰۹) افزایش می یابد و سپس به ۲۰۳/۱۹ (۰/۰۹) کاهش، دوباره به ۲۳۸/۱۴ (۰/۰۵) افزایش و نهایتاً به ۱۶۱/۸۲ (۰/۰۶) کاهش می یابد. ظاهراً بیشترین افزایش رتبه بازده سهام شرکت ها در ۳ سال اول بعد از خصوصی سازی و کمترین رتبه بازده در ۳ سال چهارم بعد از خصوصی سازی حاصل شده است. بنابراین بایستی در این موارد علت یابی نمود تا علت این نوسانات مشخص گردد.

به منظور پی بردن به این که آیا بین این میانگین های رتبه ای اختلاف معنی دار وجود دارد یا نه، از آزمون مان ویتنی استفاده شد. از این رو، نظر به اینکه پژوهش در صدد بررسی وضعیت قبل و بعد از خصوصی سازی می باشد ابتدا با استفاده از آزمون مان ویتنی، وضعیت سه ساله قبل از خصوصی سازی و سه ساله اول، دوم، سوم چهارم بعد از خصوصی جهت تایید نتایج مورد مقایسه قرار گرفت که در جدول (۶) نشان داده شده است.

همانطور که در جدول (۶) مشاهده می گردد

۱- نرخ بازده سهام در ۳ سال قبل با سه سال اول بعد از واگذاری، با اطمینان ۰/۹۹ تفاوت معنی داری دارد. بنابراین با توجه به جدول (۵) میانگین رتبه ها ۳ سال اول بعد از خصوصی سازی بهتر از سال قبل از خصوصی سازی بوده است.

۲- نرخ بازده سهام در ۳ سال قبل با سه سال دوم بعد از واگذاری، تفاوت معنی داری نشان نداده است. بنابراین با توجه به جدول (۵) میانگین ۳ سال قبل ۲۰۱/۹۶ و سه سال دوم بعد از خصوصی سازی ۲۰۳/۰۹ اختلاف معنی دار ندارند.

۳- نرخ بازده سهام در ۳ سال قبل با سه سال سوم بعد از واگذاری، با اطمینان ۰/۹۹ تفاوت معنی داری دارد. بنابراین با توجه به جدول (۵) میانگین رتبه ها ۳ سال سوم بعد از خصوصی سازی بهتر از سال قبل از خصوصی سازی بوده است.

- ۴- نرخ بازده سهام در ۳ سال قبل با سه سال چهارم بعد از واگذاری، با اطمینان ۰/۹۵ تفاوت معنی داری دارد. بنابراین با توجه به جدول (۵) میانگین رتبه ها ۳ سال قبل از خصوصی سازی بهتر از سال چهارم بعد از خصوصی سازی بوده است.
- ۵- نرخ بازده سهام در سه سال اول با سه سال دوم بعد از واگذاری، با اطمینان ۰/۹۵ تفاوت معنی داری دارد. بنابراین با توجه به جدول (۵) میانگین رتبه ها سه سال دوم بعد از خصوصی سازی بدتر از سه سال اول بعد از خصوصی سازی بوده است.
- ۶- نرخ بازده سهام در سه سال اول با سه سال سوم بعد از واگذاری، با اطمینان ۰/۹۹ تفاوت معنی داری دارد. بنابراین با توجه به جدول (۵) میانگین رتبه ها در ۳ سال اول، بهتر از ۳ سال سوم بعد از خصوصی سازی بوده است.
- ۷- نرخ بازده سهام در سه سال اول با سه سال چهارم بعد از واگذاری، با اطمینان ۰/۹۹ تفاوت معنی داری دارد. بنابراین با توجه به جدول (۵) میانگین رتبه ها، در ۳ سال اول، بهتر از ۳ سال چهارم بعد از خصوصی سازی بوده است.
- ۸- نرخ بازده سهام در ۳ سال دوم بعد از واگذاری با سه سال سوم بعد از واگذاری، تفاوت معنی داری را نشان نداد. بنابراین با توجه به جدول (۵) میانگین ۳ سال دوم ۲۰۳/۱۹ و سه سال سوم بعد از خصوصی سازی ۲۳۸/۱۴ تفاوت معنی دار ندارد.

#### جدول ۶: بررسی دو به دوی تفاوت بازده سهام در طول پنج دوره مورد بررسی

##### با استفاده از آزمون مان ویتنی

| P     | Z     | متغیر   |
|-------|-------|---|
| ۰/۰۰۱ | -۵/۸۶ | بازده سه ساله قبل از خصوصی سازی با بازده سه سال اول بعد از خصوصی سازی   |
| ۰/۹۵۶ | -۰/۵۵ | بازده سه ساله قبل از خصوصی سازی با بازده سه سال دوم بعد از خصوصی سازی   |
| ۰/۰۳۳ | -۲/۱۲ | بازده سه ساله قبل از خصوصی سازی با بازده سه سال سوم بعد از خصوصی سازی   |
| ۰/۰۱۴ | -۲/۴۵ | بازده سه ساله قبل از خصوصی سازی با بازده سه سال چهارم بعد از خصوصی سازی |
| ۰/۰۰۱ | -۵/۳۱ | بازده سه ساله اول بعد از بازده سه سال دوم بعد از خصوصی سازی             |
| ۰/۰۰۱ | -۲/۸۰ | بازده سه ساله اول بعد از بازده سه سال سوم بعد از خصوصی سازی             |
| ۰/۰۰۱ | -۵/۹۸ | بازده سه ساله اول بعد از بازده سه سال چهارم بعد از خصوصی سازی           |
| ۰/۲۳۳ | -۱/۸۸ | بازده سه ساله دوم بعد از بازده سه سال سوم بعد از خصوصی سازی             |
| ۰/۹۱۲ | -۱/۹۵ | بازده سه ساله دوم بعد از بازده سه سال چهارم بعد از خصوصی سازی           |
| ۰/۰۰۱ | -۳/۶۱ | بازده سه ساله سوم بعد از بازده سه سال چهارم بعد از خصوصی سازی           |

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

۹- نرخ بازده سهام در سه سال دوم با سه سال چهارم بعد از واگذاری، با اطمینان ۰/۹۹ تفاوت معنی داری دارد. بنابراین با توجه به جدول (۵) میانگین رتبه ها در ۳ سال دوم، بهتر از ۳ سال چهارم بعد از خصوصی سازی بوده است

۱۰- نرخ بازده سهام در سه سال اول با سه سال چهارم بعد از واگذاری، با اطمینان ۰/۹۹ تفاوت معنی داری دارد. بنابراین با توجه به جدول (۵) میانگین رتبه ها، در ۳ سال اول، بهتر از ۳ سال چهارم بعد از خصوصی سازی بوده است

بنابراین بطور کلی بین بازده سهام در طی دوره های فوق تفاوت وجود دارد. جهت مقایسه این پنج دوره بطور یکجا از آزمون H یا کروسکال والیس استفاده شد. با توجه به جدول (۷)، با اطمینان ۰/۹۹٪ بین بازده سهام در شرکت های خصوصی در طی سالهای مورد مطالعه تفاوت معنی داری وجود دارد.

با توجه به میانگین های رتبه ای محاسبه شده می توان چنین نتیجه گرفت که میانگین بازده سهام در ۳ سال اول بعد از خصوصی سازی از بالاترین رتبه نسبت به چهار دوره قبل و بعد برخوردار است و همچنین میانگین رتبه ای ۳ ساله قبل از خصوصی سازی و میانگین رتبه ای ۳ ساله دوم و چهارم بعد از خصوصی سازی تفاوت چندانی ندارد. بدین ترتیب شاهد افزایش معنی داری در میانگین بازده سهام در سه سال اول و کاهش معنی دار میانگین بازده سهام در ۳ ساله دوم هستیم. همچنین افزایش معنی دار میانگین بازده سهام در سه سال سوم و کاهش معنی دار میانگین بازده سهام در سه سال چهارم قابل پذیرش است.

جدول ۷: مقایسه میانگین رتبه ای بازده سهام شرکت های خصوصی در پنج دوره

مورد مطالعه با استفاده از آزمون کروسکال والیس

|            |        |
|------------|--------|
| Chi-square | ۵۷/۳۹۸ |
| df         | ۴      |
| Sig        | ۰/۰۰۱  |

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

بر اساس یافته های جدول (۶) میانگین بازده سه سال قبل از خصوصی سازی، سه سال اول، دوم، سوم و سه سال چهارم بعد از خصوصی سازی از لحاظ آماری در سطح ۰/۰۱ معنی دار است. اما چون روند یکنواختی طی نشده است و میانگین بازده ها نوعی حرکت سینوسی داشته است نتیجه گیری قطعی راجع به موفقیت و یا عدم موفقیت خصوصی سازی از طریق بورس اوراق بهادار نمی توان داشت.

براساس یافته های جدول (۶) نتیجه گرفته می شود بیشتر افزایش بازده سهام در شرکت ها در سه سال اول بعد از خصوصی سازی و کمترین بازده در سه سال چهارم بعد از خصوصی سازی حاصل شده است. بنابراین با اطمینان ۹۹٪ می توان گفت بین بازده سهام در شرکت های خصوصی در طی سالهای مورد مطالعه تفاوت معنی داری وجود دارد.

تجزیه و تحلیل یافته های مربوط به فرضیه پژوهش نشان داد که فرض صفر آماری برای سه سال قبل از خصوصی سازی با سه سال اول در سطح ۰/۰۱، برای سه سال قبل از خصوصی سازی با سه سال سوم و چهارم در سطح ۰/۰۵ معنی دار است و سه سال قبل از خصوصی سازی با سه سال دوم در سطح ۰/۱۰ نیز معنی دار نیست.

بر اساس یافته های جدول (۷) با توجه به اینکه  $\chi^2$  محاسبه شده در سطح  $p \leq 0.05$  معنی دار است، بنابراین میانگین رتبه ای بازده سهام شرکت های خصوصی و دولتی در طول زمان یا به عبارت دیگر در بلند مدت تفاوت معنی داری دارد.

## ۶- نتیجه گیری

بین بازده شرکت های خصوصی سازی شده در پانزده سال مورد مطالعه، تفاوت وجود دارد. بیشترین افزایش در ۳ سال اول و بیشترین کاهش در ۳ سال چهارم بعد از خصوصی سازی اتفاق افتاده است. بنابراین نتیجه گیری زیر حاصل شد: خصوصی سازی از طریق بورس اوراق بهادار تا ثیر مطلوبی بر بازده سهام شرکت ها نداشته است. لذا فرضیه اصلی پژوهش رد نمی شود. دلایل آن می تواند ناشی از عوامل زیر باشد:

۱- تعیین غیر واقع گرایانه هدفها : برنامه ریزان و سیاستگذاران معمولاً از زمان مورد نیاز برای طرح ریزی و اجرای انتظارات خصوصی سازی برآوردی ناکافی داشته اند این یکی از دلایل مهم تفاوت بین برنامه با عملکرد می باشد .

۲- فقدان برنامه جامع و وجود شتابزدگی: به نظر می رسد که فقدان یک برنامه جامع و وجود شتابزدگی در اجرای برنامه خصوصی سازی یکی از دلایل عدم موفقیت این برنامه در ایران بوده است .

۳- تخصیص غیر کافی : در ایران در هر دو بخش دولتی و خصوصی، نیروی انسانی کارآمدی که بتواند برنامه خصوصی سازی را اجرا نماید، یافت نمی شود. لذا مطالعات اقتصادی لازم صورت نگرفته و از بین روشهای مختلف ، تمرین روشها برای واگذاری انتخاب شده است .

۴- وجود مسائل فنی مهمی از قبیل قیمت گذاری بالای سهام : قیمت پایین سهام به معنی سود بادآورده برای خریداران سهام است و قیمت بیش از حد باعث توقف جریان واگذاری است.

در ابتدای برنامه واگذاری، قیمت‌ها بسیار پایین و در اواخر، قیمت‌ها بسیار بالا تعیین شده‌اند که یکی از دلایل رکود فعالیت بورس، همین مسأله می‌باشد.

۵- مشکلات بازار سرمایه: شاید عمده‌ترین دلیل عدم موفقیت برنامه خصوصی سازی در ایران از طریق بازار بورس توسعه نیافتگی بازار سرمایه در کشور و ناکارآمدی بورس اوراق بهادار باشد، به گونه‌ای که بتوان در قالب آن، در بازارهای مالی با بیشترین کارایی عمل نمود. بنابراین بورس اوراق بهادار زمانی می‌تواند کارایی داشته باشد که بتواند پیوسته جریان منظمی از منابع مالی را به طرف خود جذب کند و در اختیار متقاضان سرمایه قرار دهد. از اینرو، لازم است شرایطی به وجود آید که در آن فشار وارده به بورس آنقدر زیاد نشود که ضربه شدیدی به موفقیت بورس در اقتصاد وارد آید.

۶- فقدان سازمان اجرائی مناسب در ایران: همان سازمانهایی که مسئول بهره برداری و مدیریت اجرائی طرحها هستند به عنوان برنامه ریز مسئولیت نظارت و ارزیابی شمرده می‌شوند یعنی سازمان گسترش، سازمان صنایع ملی، بانکها، و سایر مسئولین که زمانی عهده دار توسعه و اداره امور اجرائی و حتی توسعه و تمرکز و توجیه کننده دولتی کردن همه امور اقتصادی بوده‌اند. امروز مسئول بازاریابی و فروش اقدارات خود هستند و حتی مسئول اند که نظام مدیریتی جدید را طراحی و اداره کنند.

۷- بازار پول و سرمایه غیر فعال: تنظیم مناسب بازار پول و سرمایه در دنیای امروز عضو مهم و اساسی تنظیم فعالیت‌های اقتصادی است. روند این بازار و سیاستهایی که اغلب دولتها برای حاکمیت این بازار اعمال می‌کند چنان حساب شده و هماهنگ در سطح جهانی عمل می‌کند که موضوع تعیین تعرفه‌ها و بهره بانکی به عنوان حساس‌ترین بحث سیاسی بین دول بزرگ مورد مناقشه واقع می‌شود. اما متأسفانه این مهم در ایران به انحاء مختلف نادیده انگاشته می‌شود.

- آذر، عادل ومومنی، علی(۱۳۷۷). آمار و کاربرد آن در مدیریت. جلد دوم، تهران، انتشارات سمت.
- متوسلی، محمود، (۱۳۷۳). خصوصی سازی یا ترکیب مطلوب دولت و بازار. تهران- انتشارات افشاری، علی، (۱۳۷۵)، "بررسی تأثیرات سیاست خصوصی سازی در برنامه اول"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران
- انجمن مدیران صنایع: واگذاری فعالیتهای اقتصادی به بخش خصوصی به قصد اصلاح ساخت کشور- اردیبهشت (۱۳۷۱).
- الماسی، محمد رضا، (۱۳۸۱)، "بررسی تأثیر خصوصی سازی بر عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز
- امینی مهر، اکبر، (۱۳۷۲)، "مقایسه روشهای خصوصی سازی اقتصادی و بررسی روند خصوصی سازی شرکت های دولتی از طریق بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس
- بزرگ اصل، موسی، (۱۳۷۳)، "بررسی شیوه های خصوصی سازی و تأثیر آن بر وضعیت مالی و عملکرد شرکتهای دولتی"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران
- تقوی، مهدی، (۱۳۷۳). خصوصی سازی در برنامه اول توسعه اقتصادی اجتماعی ایران، تحقیقات مالی، شماره ۴، صص ۷۲-۳۵.
- جهانخانی، علی- پارسائیان (۱۳۷۹). بورس اوراق بهادار، انتشارات مدیریت دانشگاه تهران چاپ سوم.
- جهانخانی، علی عبدا... زاده فرهاد (زمستان ۱۳۷۲)، نقدی بر چگونگی قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، شماره ۱.
- خراسانی زاده علی (۱۳۷۵)، مقدمه ای بر کاربرد نرم افزار SPSS در پژوهش های آماری، انتشارات قائم
- خشنودی، سمیرا (۱۳۸۰)، "بررسی رابطه بین عرضه سهام در بورس اوراق بهادار تهران با سرمایه گذاری خصوصی در ایران (۸۰-۶۸)"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران
- دوانی، غلامحسین (۱۳۷۹)، بورس سهام و نحوه قیمت گذاری سهام شرکتهای ناشر نخستین، چاپ دوم، تهران.
- سیلواری، محمدرضا، (۱۳۷۹)، "بررسی رابطه نوع مالکیت و عملکرد شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران. (مجله دانش مدیریت- شماره ۲۱-ص ۵۶).



طالبی، قدرت ا... (۱۳۷۴)، پژوهشی پیرامون مشکلات روش‌های قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های مشمول خصوصی سازی و پیشنهاد روش قیمت‌گذاری برای آن، رساله دکتری حسابرسی، دانشگاه تهران.

عبدالحمید شمس، مجله علمی پژوهشی مدیریت دولتی، شماره ۱۷، تابستان ۱۳۷۲، ص ۴۳.  
 فرهاد ماهر (۱۳۷۳)، خصوصی سازی به روایت بانک جهانی، فصلنامه علمی و پژوهشی اقتصاد کشاورزی و توسعه شماره ۷، پائیز، ص ۸۸- عبدالحمید شمس، مجله علمی پژوهشی مدیریت دولتی، شماره ۱۷، تابستان ۱۳۷۲، ص ۴۳.

کمیحانی، اکبر و رحیمی فر، مهری، تحلیل بازار بورس اوراق بهادار و کاربرد آن در فرایند خصوصی سازی. مجله علمی و پژوهشی اقتصاد و مدیریت، پاییز ۱۳۷۲، ص ۲۹.  
 لچین، غلام (۱۳۷۷)، درجه موفقیت مدیران شرکت‌های دولتی طی دوره ۵ ساله ۷۵-۷۰، پایان نامه کارشناسی ارشد

میری، سیدحسین، (۱۳۷۳)، "تأثیر خصوصی سازی بر کارایی شرکت‌های تولیدی خصوصی شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران

- Bishop, M., Key, J. and Colin, M. (1995). Privatization and Economic Performance. 2th ed. London: Oxford University.
- Claud Lourin- Yves Bozec (2002). Privatization and Productivity Improvement: The case of Canadian National. WWW. Elsevier. Com
- Mandal, R. (1994). Privatization in the third world. 2th ed. New Delhi: Vikas Publishing House.
- Narjess B. Bakri- and Jean Cloud Cosset (1998). Note No 156. Public Policy for the Private Sector. Privatization in Developing Countries..
- Vickers, J. and Yarrow, G. (1998). Privatization: An Economic Analysis. Cambridge, Mass: MIT Press.
- Vernon Wortzel, H. Laurence and H. Wortzel\_ (1989). Privatization: Note the Only Answer. World Development. N:633-41.

جدول پیوست ۱: شرکتهای مشمول خصوصی سازی و واگذار شده به بخش خصوصی

از طریق بورس اوراق بهادار

|               |                              |    |
|---------------|------------------------------|----|
| ۱۳۷۰ بهمن     | شرکت بین المللی محصولات پارس | ۱۶ |
| ۱۳۷۰ اسفند    | سیمان شمال                   | ۲۳ |
| ۱۳۷۰ دی       | شیشه قزوین                   | ۲۵ |
| ۱۳۷۰ مرداد    | پشم بانی ایران بوک           | ۵  |
| ۱۳۷۰ آبان     | سیمان کرمان                  | ۳۱ |
| ۱۳۷۰ مهر      | ارج                          | ۲۸ |
| ۱۳۷۰ آذر      | پارس مینو                    | ۳۲ |
| ۱۳۷۰ آذر      | پشم شیشه ایران               | ۸  |
| ۱۳۷۰ بهمن     | قوه پارس                     | ۲۴ |
| ۱۳۷۰ آبان     | کارتن ایران                  | ۳  |
| ۱۳۷۰ آبان     | لامیران                      | ۲۶ |
| ۱۳۷۰ مهر      | نساجی بروجرد                 | ۳۰ |
| ۱۳۷۰ مرداد    | کاشی اصفهان                  | ۲۷ |
| ۱۳۷۰ اسفند    | قندقیستان                    | ۶  |
| ۱۳۷۰ بهمن     | جام دارو                     | ۱۳ |
| ۱۳۷۰ اسفند    | ایران فرم                    | ۱۴ |
| ۱۳۷۰ مهر      | بمپ سازی ایران               | ۱  |
| ۱۳۷۰ مهر      | لنت ترمز ایران               | ۱۲ |
| ۱۳۷۰ شهریور   | مارگارین                     | ۱۵ |
| ۱۳۷۰ مرداد    | داروسازی حکیم                | ۲۱ |
| ۱۳۷۰ مهر      | گردبافت یزد                  | ۳۳ |
| ۱۳۷۱ اردیبهشت | نورد الومینیوم               | ۲  |
| ۱۳۷۱ شهریور   | نورد قطعات فولادی            | ۹  |
| ۱۳۷۱ آبان     | داروسازی اسوه                | ۲۰ |
| ۱۳۷۲ تیر      | کارتن مشهد                   | ۴  |
| ۱۳۷۲ بهمن     | تهران پشمی                   | ۷  |
| ۱۳۷۲ شهریور   | جوش و اکسیژن ایران           | ۱۹ |
| ۱۳۷۲ مهر      | تولیدی تیم                   | ۲۹ |
| ۱۳۷۳ مرداد    | کارخانجات صنعتی پیام         | ۱۰ |
| ۱۳۷۳ اسفند    | فیروزا                       | ۲۲ |
| ۱۳۷۳ مهر      | داروسازی امین                | ۱۱ |
| ۱۳۷۳ آبان     | قند نیشابور                  | ۱۷ |
| ۱۳۷۳ اردیبهشت | پشم بافی توس                 | ۱۸ |

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار