

مقاله پژوهشی - فصلنامه علمی رهپایان

سال پانزدهم، شماره ۵۵، تابستان ۱۴۰۰
صفحه ۳۴۹ تا ۳۶۸

بررسی روند خصوصی سازی شرکت های دولتی پس از انقلاب اسلامی بمنظور ارائه الگوی بهینه با رویکرد اختیار معامله حقیقی

معصومه عطااللهی / دانشجوی دکتری مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
حمیدرضا کردلویی / دانشیار گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
hamidreza.kordlouie@gmail.com
محسن صیقلی / استادیار گروه مدیریت مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
فریدون رهنمای رودپشتی / استاد گروه مدیریت مالی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

چکیده

پژوهش حاضر به بهینه سازی روند خصوصی سازی در سال های پس از انقلاب اسلامی ایران با توجه به نوع اختیار معامله حقیقی پرداخته است. در سال های اخیر، خصوصی سازی در ایران به نتیجه مطلوبی نرسیده است. با توجه به تاثیر خصوصی سازی بر عملکرد مالی شرکت های دولتی قبل و بعد از واگذاری آنچه مشخص است این است که درآمد سهم شرکت ها و بازده دارائی ها و بازده سرمایه شرکت ها پس از خصوصی سازی تغییری نکرده و در مجموع پس از خصوصی سازی عملکرد آنها تغییر مطلوبی نکرده است. در این تحقیق روش مطالعه بصورت کیفی انجام شد. بدین صورت که با مصاحبه با خبرگان مالی و مدیران اجرایی شرکت های دولتی، مصاحبه هایی انجام گرفت و نتایج مصاحبه ها با استفاده از نرم افزار (MAXQDA2020) مورد تحلیل و بررسی قرار گرفت. یافته های تحقیق نشان می دهد که با توجه به پویایی شرایط حاکم بر فعالیت های اقتصادی و مالی و به تبع آن افزایش ریسک تصمیم گیری در زمینه های سرمایه گذاری، نیازمند روش های ارزش گذاری پیشرفته تر هستیم که بتوانیم اطلاعات بیشتری نسبت به روش های سنتی ارائه کنیم و روش اختیار واقعی روش مکملی در کنار ارزش گذاری سنتی است.

کلیدواژه: خصوصی سازی، ارزشیابی، تبیین الگو، اختیار واقعی، ریسک، ارزیابی پروژه ها، شرکت های دولتی

تاریخ تأیید ۱۴۰۰/۵/۱۰

تاریخ دریافت ۱۳۹۹/۱۲/۱۹

این مقاله برگرفته از رساله دکتری خانم معصومه عطااللهی می باشد

مقدمه

خصوصی سازی کارخانه دولتی به معنی فروش سهام کارخانه‌های دولتی مانند ذوب آهن، بانک‌ها و غیره به افراد خصوصی است. شرکت‌های دولتی واحدهای سازمانی مشخصی هستند که با اجازه قانون به صورت شرکت ایجاد شده‌اند و یا به حکم قانون و یا دادگاه صالح، ملی و یا مصادره شده باشند و بیش از ۵۰٪ سرمایه آن‌ها متعلق به دولت باشد. همچنین هر شرکت تجاری که از طریق سرمایه گذاری شرکت‌های دولتی ایجاد شود مادام که بیش از ۵۱٪ سهام آن متعلق به شرکت‌های دولتی باشد، شرکت دولتی تلقی می‌شود. یکی از مشکلات عمده دولت در سال‌های پس از انقلاب اسلامی، جبران زیان‌های ناشی از عملکرد شرکت‌های دولتی بوده است. با نگاهی به وضعیت شرکت‌های دولتی از سال ۱۳۵۲ تا کنون به روشنی درمی‌یابیم که ضرر این شرکت‌ها هر ساله در حال افزایش بوده است. بنگاه‌های دولتی تنها در بخش صنعت، تا اوایل سال ۱۳۵۹ تنها ۷ درصد از ارزش افزوده این بخش را تولید می‌کردند که معادل ۱۵ درصد از تولید ناخالص داخلی است. از سال ۱۳۷۳ تا ۱۳۷۸ زیان مالی بنگاه‌های دولتی منتخب به ۵۱ درصد از کل درآمد آن‌ها رسید که معادل ۷.۴ درصد تولید ناخالص داخلی در این دوره بوده است. رشد زیان شرکت‌های دولتی در مقایسه با رشد سودشان در سال‌های بعد از انقلاب اسلامی، از سرعت به مراتب بیشتری برخوردار بوده است. (رحیمی بروجردی، ۱۳۸۹، ۱۸۱)

در دو دهه گذشته خصوصی سازی به عنوان یک سیاست مهم اقتصادی برای دستیابی به توسعه اقتصادی مطلوب، کاهش هزینه‌های گزاف تولید و رهایی از عملکرد ناکارای شرکت‌های دولتی مورد پذیرش از سال ۱۳۶۸ بوده است، لیکن این امر از سال ۱۳۷۹ با تشکیل سازمان خصوصی سازی و ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی توسط مقام معظم رهبری و تصویب قانون اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی به صورت جدی مورد توجه قرار گرفت. به موجب اصل ۴۴ قانون اساسی مالکیت بسیاری از فعالیت‌ها از جمله بانکداری، بیمه، تأمین نیرو، صنایع مادر و بزرگ، هواپیمایی، کشتیرانی و... عمومی اعلام شد.

هدف خصوصی سازی، بهبود کارایی و بهره‌وری شرکت‌ها است. یکی از مهمترین وظایف دولت در اجرای خصوصی سازی، فروش بنگاه به قیمت مناسب است. اگر دولت، بنگاه‌ها را به قیمت کم واگذار کند تا سریع‌تر به درآمد حاصل از فروش دست یابد در این صورت حق شهروندان را ضایع کرده است؛ بنابراین برای فروش بنگاه با قیمت مناسب باید برنامه خصوصی سازی در مقیاس و زمان مناسب انجام شود. به عنوان مثال اگر دولتی تصمیم داشته باشد که تعداد زیادی بنگاه را در مدت زمان کوتاه واگذار کند، این اقدام سبب کاهش

قدرت چانه‌زنی دولت برای فروش بنگاه‌ها می‌شود که در نتیجه امکان دارد واگذاری بنگاه به قیمتی کمتر از قیمت واقعی آن صورت گیرد.

با توجه به ضعف سیستم خصوصی‌سازی در نحوه ارزشگذاری شرکت‌های دولتی، واگذاری‌های این شرکت‌ها به بخش خصوصی دچار مشکل بوده است بطوریکه هنوز پرونده‌های واگذاری‌های غیر منصفانه و ارزشگذاری‌های پایین تر از ارزش واقعی شرکت‌های دولتی همچنان مفتوح است. بنابراین در چارچوب فرآیند آماده‌سازی، ضمن شناسایی و رفع چالش‌های واگذاری و اقدامات لازم جهت قیمت‌گذاری این بنگاه‌ها، آیین‌نامه اجرایی "شیوه‌های قیمت‌گذاری بنگاه‌ها و نحوه اعمال شیوه‌های مذکور" در همین چارچوب بوجود آمده. ارزش‌گذاری‌ها دقیقاً در راستای رفع این مشکلات بوجود آمده است.

با توجه به تحقیقات انجام شده مهم‌ترین مشکلات در روند خصوصی‌سازی، عدم ارزشگذاری‌های دقیق شرکت‌های دولتی بوده است زیرا این ارزشگذاری‌ها بدون در نظر گرفتن همه آنچه بعنوان ارزش برای این شرکتها قلمداد می‌شده. انجام گرفته است. هدف اساسی از این پژوهش کمک به بهبود روند خصوصی‌سازی در چنین شرایطی متلاطم و پر نوسان می‌باشد. مساله اصلی پژوهش بر این اساس می‌باشد که الگوی مناسب برای بهبود روند خصوصی‌سازی با رویکرد اختیار معامله حقیقی جهت واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی به چه صورت بوده است و تابعی از چه مولفه‌هایی است. بنابراین مولفه‌های موثر جهت خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی با توجه به چهارچوب نظری استخراج شده مورد تأیید می‌باشد. با توجه به اینکه ماهیت و ترکیب اختیارهای حقیقی در صورت‌های مالی درج نمی‌شود و مدیران این شرکتها از تمام دارایی‌ها مشهود و نامشهود شرکت‌ها اطلاعات کاملی ندارند پژوهش حاضر به صورت کیفی و مصاحبه با مدیران اجرایی شرکت‌های دولتی انجام گرفت تا از نظرات آنها بتوان برای بهبود شرایط استفاده کرد. نتایج حاصل از مصاحبه‌ها نیاز به ضرورت استفاده از ارزشگذاری‌های اختیارهای واقعی را بعنوان روش مکملی در کنار ارزشگذاری‌های سنتی انجام شده، مناسب و جذاب می‌نماید.

روند خصوصی‌سازی در ایران

در سال‌های پس از پیروزی انقلاب دخالت دولت در فعالیت‌های اقتصادی کشور افزایش چشمگیری یافت. بر اساس قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران در سال ۱۳۵۸ تصدی بسیاری از واحدهای بزرگ اقتصادی به دولت محول گردید و بر تعداد صناعی که تحت مالکیت دولت درآمدند بشدت افزوده شد. مالکیت دولتی نه تنها تمامی شرکت‌های تولیدکننده کالا و خدمات عمومی همچون آب، برق، گاز و مخابرات را در بر می‌گرفت بلکه راه آهن،

هوایمایی، کشتیرانی، صنایع بزرگ و متوسط، شبکه های پولی و مالی، انحصار واردات بسیاری از کالاها و حتی شبکه های توزیع خرده فروشی کالاها را نیز در اختیار خود قرار داد. یکی از مشکلات عمده دولت در سال های پس از انقلاب اسلامی، جبران زیان های ناشی از عملکرد شرکت های دولتی بوده است. با نگاهی به وضعیت شرکت های دولتی از سال ۱۳۵۲ تاکنون به روشنی درمی یابیم که ضرر این شرکت ها هر ساله در حال افزایش بوده است. بنگاه های دولتی تنها در بخش صنعت، تا اوایل سال ۱۳۵۹ تنها ۷ درصد از ارزش افزوده این بخش را تولید می کردند که معادل ۱۵ درصد از تولید ناخالص داخلی است. از سال ۱۳۷۳ تا ۱۳۷۸ زیان مالی بنگاه های دولتی منتخب به ۵۱ درصد از کل درآمد آنها رسید که معادل ۴,۷ درصد تولید ناخالص داخلی در این دوره بوده است. رشد زیان شرکت های دولتی در مقایسه با رشد سودشان در سال های بعد از انقلاب اسلامی، از سرعت به مراتب بیشتری برخوردار بوده است. (رحیمی بروجردی، ۱۳۸۹، ۱۸۱).

در چنین شرایطی، کاهش تدریجی قدرت خرید درآمدهای نفتی و افزایش جمعیت کشور در کنار بروز نتایج عملکرد نامطلوب اقتصادی مالی شرکت های دولتی و محدودیت های مالی دولت برای اداره و تصدی فعالیت ها، ضرورت تغییر در شیوه مدیریت اقتصادی کشور را اجتناب ناپذیر ساخت. پس از پایان جنگ تحمیلی و در راستای سیاست های آزادسازی اقتصادی، سیاست خصوصی سازی بعنوان یک سیاست مهم و باهدف ارتقاء سطح کارائی فعالیت های دولت در آغاز تدوین و تصویب برنامه های بازسازی اقتصادی اجتماعی کشور مورد توجه قرار گرفت. در این راستا سیاست هایی در خصوص بهبود عملکرد شرکت های دولتی و حضور فعالتر بخش خصوصی در فعالیت های اقتصادی کشور اتخاذ گردید. (گزارش عملکرد سازمان خصوصی سازی، ۱۳۸۹).

در دو دهه گذشته خصوصی سازی بعنوان یک سیاست مهم اقتصادی برای دستیابی به توسعه اقتصادی مطلوب، کاهش هزینه های گزاف تولید و رهایی از عملکرد ناکارای شرکت های دولتی مورد پذیرش از سال ۱۳۶۸ بوده است، لیکن این امر از سال ۱۳۷۹ با تشکیل سازمان خصوصی سازی و ابلاغ سیاستهای کلی اصل ۴۴ قانون اساسی توسط مقام معظم رهبری و تصویب قانون اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی بصورت جدی مورد توجه قرار گرفت.

خصوصی سازی در شکل ظاهری عبارت است از فرایندی که طی آن وظایف و تاسیسات بخش دولتی در هر سطحی به بخش خصوصی انتقال داده میشود. اما خصوصیسازی در مفهوم حقیقی به اشاعه فرهنگی در کلیه سطوح جامعه، اطلاق میشود که دستگاه قانونگذاری، قوای قضائیه و مجریه و تمام آحاد یک کشور باور کنند که کار مردم را باید به مردم واگذاشت،

یعنی مردم بدون دخالت دولت ملزم به انجام وظایف و مسئولیتهای مربوط به جامعه خود هستند و هیچ نهاد و قدرتی نمیتواند آنها را از انجام مسئولیت‌هایشان بازدارد. همانطور که گفته شد خصوصی سازی را بعبارتی می توان استفاده بهینه از منابع کمیاب برای افزایش بهره وری تعریف کرد. خصوصیسازی تنها به معنای انتقال ظاهری و اعتباری مایملک دولتی به بخش غیر دولتی نیست که البته این فرایند همیشه و در هر شرایط از طرف دولت میتواند برگشت پذیر باشد. (رحیمی بروجردی، ۱۳۸۹). خصوصی سازی یعنی تغییر فضای حاکم بر موسسات دولتی به نحوی که در عین حفظ بافت اصلی فعالیت، صرفاً فضای مذکور تغییر یافته و شرایط بازار بر نحوه عملکرد موسسه طوری تاثیر گذارد که انگیزه و مکانیسم‌های بخش خصوصی ملاک تصمیم گیری در موسسه مذکور قرار گیرد. در فضای جدید که مستقیماً تحت تاثیر نیروهای بازار است با بکارگیری مکانیسم‌های انگیزشی و استفاده از ابزارهای بخش خصوصی، اهرم های سودآوری از طریق انجام کنش ها و واکنش ها در مقابل نیروی بازار، هزینه تولید را به حداقل رسانده و کارائی را در سطح مطلوب حفظ خواهند کرد. (امینی مهر، ۱۳۷۲، ۲۳)

یکی از مهم ترین نکات در نیل به این اهداف، انتخاب روش و شیوه مناسب خصوصی سازی است. انتخاب تکنیک و شیوه خصوصی سازی بطور معمول وابسته به اهداف دولت می باشد، وضعیت موسسه دولتی و نوع فعالیت آن و ویژگی های کشوری نیز از عوامل موثر بر انتخاب تکنیک و روش خصوصی سازی است، به عبارت دیگر در داخل یک کشور نیز شیوه مناسب خصوصی سازی یک شرکت با شرکت دیگر ممکن است متفاوت باشد. در فرایند خصوصی سازی تمام یا قسمتی از مالکیت و کنترل به بخش خصوصی واگذار می شود. آنچه که در این فرایند مهم است واگذاری کنترل و نظارت بر بخش خصوصی است. بطور کلی روش های خصوصی سازی را می توان به دو دسته زیر تقسیم نمود:

خصوصی سازی همراه با انتقال مالکیت

خصوصی سازی بدون انتقال مالکیت

مطابق این نوع روش ها که اصطلاحاً واگذاری نامیده می شوند، موسسه دولتی از محیط فعالیت دولتی خارج شده و ادامه حیات آن به بازار سپرده می شود. چنانچه خصوصی سازی به روش واگذاری سهام از طریق بورس و فرا بورس انجام شود امکان عرضه سهام بصورت تدریجی و بلوکی وجود دارد. (اسلامی نژاد، ۱۳۹۲، ۴۶)

منظور از واگذاری تدریجی میزانی از سهام یک شرکت است که بصورت تدریجی (غیر کنترلی و غیر مدیریتی) از طریق بورس به عموم مردم و بر مبنای قیمت تابلوی بورس فروخته

می شود. منظور از واگذاری یکجا یا بلوکی هنگامی که درصدی از سهام یک شرکت در اندازه حداقل پنج درصد تعداد کل سهام شرکت، از طریق بورس اوراق بهادار و یا بازارهای خارج از بورس بصورت یکجا عرضه می گردد، به آن عرضه بلوکی سهام می گویند. بلوک ها می تواند بلوک مدیریتی، کنترلی و یا بلوک های کوچکی باشند که نه مدیریتی هستند و نه کنترلی. تفاوت بلوک مدیریتی و کنترلی با بلوک های کوچک در این است که بلوکهای مدیریتی و کنترلی هستند که خریدار به واسطه خرید آنها مجاز به انتخاب یک یا چند نفر از اعضاء هیئت مدیره شرکت میباشد و به نوعی شرکت را اداره خواهد نمود. (اسلامی نژاد ۱۳۹۲)

(در فرآیند خصوصی سازی و انتقال مالکیت شرکت های دولتی به بخش خصوصی می بایست توجه ویژه ای به روش مناسب واگذاری در آن شرکت یا آن صنعت نمود. بعبارت دیگر انتقال مالکیت بدون توجه به انتخاب روش مناسب، بی توجهی به اهداف اصلی خصوصی سازی خواهد بود.

علاوه بر لزوم فراهم آوردن بسترها و شرایط مورد نیاز، دولت ها طی فرآیند خصوصی سازی مسولیت های خطیری برعهده دارند. براین اساس، تعیین بنگاه دولتی مناسب، فروش بنگاه به قیمت مناسب و فروش بنگاه به خریدار مناسب و اخذ تضمین های لازم سه وظیفه دولت در امر خصوصی سازی است. یکی از مهمترین وظایف دولت در اجرای خصوصی سازی، فروش بنگاه به قیمت مناسب است. اگر دولت، بنگاه ها را به قیمت کم واگذار کند تا سریع تر به درآمد حاصل از فروش دست یابد در این صورت حق شهروندان را ضایع کرده است؛ بنابراین برای فروش بنگاه با قیمت مناسب باید برنامه خصوصی سازی در مقیاس و زمان مناسب انجام شود. به عنوان مثال اگر دولتی تصمیم داشته باشد که تعداد زیادی بنگاه را در مدت زمان کوتاه واگذار کند، این اقدام سبب کاهش قدرت چانه زنی دولت برای فروش بنگاه ها می شود که در نتیجه امکان دارد واگذاری بنگاه به قیمتی کمتر از قیمت واقعی آن صورت گیرد.

با توجه به ضعف سیستم خصوصی سازی در نحوه ارزشگذاری شرکت های دولتی، واگذاری های این شرکتها به بخش خصوصی دچار مشکل بوده است. بطوریکه هنوز پرونده های واگذاری های غیر منصفانه و ارزشگذاری های پایین تر از ارزش واقعی شرکت های دولتی همچنان مفتوح است. بنابراین در چارچوب فرآیند آماده سازی، ضمن شناسایی و رفع چالش های واگذاری و اقدامات لازم جهت قیمت گذاری این بنگاهها، آیین نامه اجرایی "شیوه های قیمت گذاری بنگاهها و نحوه اعمال شیوه های مذکور" در همین چارچوب بوجود آمد. ارزش گذاریها دقیقاً در راستای رفع این مشکلات بوجود آمده است.

چارچوب نظری

در این مقاله چارچوب نظری مورد استفاده اختیار حقیقی است. واژه "اختیار حقیقی" برای اولین بار توسط پروفیسور استوارت میرز در سال ۱۹۸۷ ابداع شد. اختیار معامله واقعی تکنیکی برای برقراری ارتباط بین امور مالی سازمان (غالباً کمی) و برنامه ریزی استراتژیک (غالباً کیفی) می باشد. اختیار معامله واقعی علاوه بر اینکه به عنوان یک تکنیک در امور مالی محسوب میشود، کاربردهای دیگری نظیر تصمیم گیری تحت عدم اطمینان نیز دارد. (Copeland and V. Antikarov, 2003).

با توجه به شرایط و روند خصوصی سازی در ایران نظریه اختیار واقعی بصورت زیر مبنای تحلیل قرار گرفته است.

تصمیم گیری در خصوص سرمایه گذاری در فعالیتها و طرحهایی که با عدم اطمینان بالایی برخوردارند.

ارزش گذاری تصمیماتی که توجیه پذیری مالی دارند.

تعیین زمان مناسب جهت ورود و یا خروج از سرمایه گذاری (استفاده از اختیار حقیقی توسعه و اختیار حقیقی واگذاری)

دسته بندی و اولویت گذاری هر یک از تصمیمات مزبور بر اساس شاخصهای کیفی

بهینه سازی تصمیمات استراتژیک سرمایه گذاری با توجه به مسیرهای مختلف تصمیم گیری مدیریت فرصتها و موقعیت فعلی و توسعه فرصت های تصمیم گیری استراتژیک آتی (شی هانگ و شایی، ۲۰۱۱)

اختیار واقعی انواع مختلفی دارد که شامل موارد زیر می باشد:

اختیار واگذاری: اختیار تعطیلی در هر پروژه های وجود داشته و ویژگی های یک اختیار فروش را دارد. اختیار توقف عملیات انعطاف پذیری را برای خاموش کردن موقت بخشی یا تمام عملیات در شرایط نامساعد فراهم می کند (کاسپر بونگالینگتون، ۲۰۲۱).

اختیار توسعه: انعطاف پذیری برای گسترش عملیات تجاری، سرمایه گذاری جدید یا انجام پروژه جدید در صورت شرایط مساعدتر از انتظار است. (کاسپر بونگالینگتون، ۲۰۲۱)

اختیار انعطاف پذیری: گزینه سوئیچ انعطاف پذیری برای تغییر مواد ورودی تولید، سوختها، فناوریها، تأمین کنندگان، شرکت های تابعه یا محصولات خروجی است.

اختیار تأخیر: مرحله بندی سرمایه گذاری به تجزیه پروژه سرمایه گذاری به چندین مرحله اشاره دارد تا در صورت شرایط نامساعد، مراحل بعدی را با انعطاف پذیری خاتمه دهد، بنابراین، برای به حداقل رساندن خطرات است (کاسپر بونگالینگتون، ۲۰۲۱).

اختیارات مرکب: در بسیاری از پروژه‌های چند مرحله‌ای که شروع بک مرحله از پروژه منوط به اتمام موفقیت آمیز مرحله قبلی است، معمول می باشد. در پایان هر مرحله از این پروژه، این اختیار وجود دارد که پروژه وارد مرحله بعدی شده و موفق شود و یا ادامه آن به زمان دیگری موکول شود. در پروژه‌های چند مرحله ای که اختیار مرکب آن ها بررسی می شود، هر مرحله از پروژه به اختیاری تبدیل می شود که اجزای آن منوط به اعمال اختیارات مرحله پیشین است. در واقع ارزش اختیار مرکب بر خلاف اختیارهای دیگر به ارزش دارایی بستگی نداشته، بلکه تابعی از ارزش اختیارات پیشین است (سمیس و پولین، ۱۹۹۶). تعداد قابل توجهی از مطالعات از اختیارهای عجیب و غریب استفاده می کنند که در قراردادهای سفارشی پروژه با الزامات پیچیده تر برای تأمین تحمل ریسک و سود مطلوب سرمایه گذار اعمال می شود به عنوان مثال در تحقیق دی باری و دیگران (دی باری، ۲۰۲۱؛ دینی و همکاران، ۲۰۲۱؛ کیم و دیگران، ۲۰۱۷؛ جین و تیان، ۲۰۱۵)

در این تحقیق، از موارد یاد شده انواع اختیار واقعی، فقط «اختیار واقعی توسعه» و «اختیار واقعی واگذاری» مبنای مطالعه قرار گرفته شده است. این نتایج در مصاحبه با خبرگان مالی و مدیران بخش اجرایی بدست آمده است مهم ترین دلیل آن را می توان در قوانین و مقررات واگذاری بخش خصوصی جستجو نمود. از طرفی تنها اختیار واقعی واگذاری و اختیار واقعی توسعه می تواند نقد شوندگی مورد نیاز دولت را بالاتر ببرد و اینکه پروژه ها را نمی توان بتعویق انداخت و اختیار انعطاف پذیری و تاخیر و سایر اختیارها در شرکت های دولتی کشور استفاده نمی شود. بر این اساس فرضیه پژوهش حاضر که شامل شناسایی مولفه های موثر جهت بهبود روند خصوصی سازی شرکت های دولتی پس از انقلاب شکل گرفته است مورد تأیید می باشد.

پیشینه تحقیق

پژوهش آذر و اسلامجو (۱۳۹۱) اقدام به بررسی افزایش و یا کاهش عملکرد بنگاه های واگذار شده به بخش عمومی غیردولتی و بخش خصوصی نسبت به دوره قبل از واگذاری پرداختند و همچنین، بخش خصوصی را با بخش عمومی غیردولتی در میزان ارتقاء و بهبود شاخص های عملکرد مقایسه کردند. برای رسیدن به پاسخ های دو پرسش اساسی تحقیق، شاخص های مالی بر هر یک از شرکت های واگذار شده در سال های قبل و بعد از واگذاری محاسبه شد؛ سپس میانگین وزنی هر یک از شاخص ها برای هر بخش در دوره قبل و بعد از واگذاری محاسبه و میزان افزایش یا کاهش هر شاخص در دو بخش با هم مقایسه شد. نتیجه اینکه شاخص های عملکرد در شرکت های واگذار شده به بخش خصوصی بهبود و در شرکت های واگذار شده بخش عمومی غیردولتی کاهش یافته اند و در مقایسه این دو بخش

در میزان ارتقاء شاخص‌های عملکرد، بخش خصوصی به‌تراز بخش عمومی غیردولتی عمل کرده است.

اوجینگ و احمد ۲۰۱۶، در بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر خطوط هوایی کشور کنیا با استفاده از دو روش توصیفی و کمی و با بهره‌گیری از نسبت‌های نقدینگی، بدهی، سودآوری و گردش دارایی‌ها به تحلیل این نسبت‌ها برای دوره‌های قبل و بعطف از خصوصی‌سازی در فاصله سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۱۴ پرداخته‌اند. نتایج این دو محقق بهبود معنادار نسبت‌های فوق و نیز کاهش اشتغال را در دوره پس از خصوصی‌سازی نشان می‌دهد.

فریدون رهنمای رودپشتی و جعفر جولا ۱۳۹۵ در مقاله‌ای با عنوان «تبیین کاربرد تئوری اختیار واقعی با تأکید بر میزان نوسانات بازدهی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» اندازه شرکت، سن شرکت، رشد درآمدهای حاصل از فروش و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام را بر نوسانات بازدهی سهام مورد بررسی قرار داده‌اند و این عوامل موثر بر اختیارات واقعی بر نوسانات سهام و در نهایت ارزش شرکت‌ها تأثیر دارند و در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار آماری وجود دارد.

خدیجه صالحی (۱۳۹۸) در تحقیقی به مقایسه تأثیر واگذاری تدریجی و بلوکی سهام در فرایند خصوصی‌سازی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در سال ۱۳۹۸ پرداخته‌اند. هدف این پژوهش بررسی تفاوت تأثیر واگذاری تدریجی و بلوکی سهام در فرآیند خصوصی‌سازی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار بر عملکرد مالی و بازده سهام آن‌ها است. بدین منظور شرکت‌های ی که طی سالهای ۹۸ تا ۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و سهام آن‌ها به دو روش تدریجی و بلوکی منتقل شده، تعیین شده و طی سال‌های ۹۸ تا ۹۹ و ۸۹ تا ۸۹ نسبت‌های مالی و بازده سهام آن‌ها مقایسه شد. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که با اینکه عملکرد و میزان بازدهی سهام شرکت‌های تدریجی و بلوکی بعد از واگذاری سهام نسبت به قبل از واگذاری سهام بهتر شده اما تفاوت معناداری بین عملکرد و بازدهی سهام این شرکت‌ها قبل و بعد از واگذاری وجود ندارد. در نهایت از لحاظ آماری تفاوت معنی‌داری بین میانگین وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌های ی که سهام آن‌ها به روش تدریجی منتقل شده با میانگین وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌های ی که سهام آن‌ها به روش بلوکی منتقل شده وجود ندارد.

سوپراتیم داس گوپتا (۲۰۲۱) در تحقیقی با عنوان «استفاده از گزینه‌های واقعی برای ارزش افزوده ظرفیت و هزینه‌های سرمایه‌گذاری در انرژی‌های تجدید پذیر در هند» ارزش کلی سیاست توسعه ظرفیت نصب شده و هزینه‌های سرمایه‌گذاری در انرژی‌های بادی و خورشیدی در هند را محاسبه کردند. افزایش اخیر در افزایش ظرفیت و سرمایه‌گذاری توسط بخش‌های دولتی و خصوصی باعث شده است که این انرژی‌ها در تولید برق با سوخت‌های سنتی مانند زغال سنگ رقابت کنند. در این تحقیق از یک منحنی یادگیری دو عاملی برای مدل سازی کاهش قیمت انرژی‌های باد و خورشید استفاده کردند. با استفاده از رویکرد اختیاری واقعی ارزش کلی سیاست‌های توسعه را در انرژی‌های تجدیدپذیر مورد بررسی قرار دادند. قیمت ذغال سنگ برای سرمایه‌گذاری در انرژی‌های تجدیدپذیر امروز برای تولید برق، استفاده سریع و سریع از فن آوری‌های اضافی باد و خورشیدی را به عنوان سیاست بهینه پیشنهاد کردند. با استفاده از رویکرد اختیاری واقعی ادامه سیاست‌های توسعه ظرفیت‌های اضافی و هزینه‌های سرمایه‌گذاری در انرژی‌های تجدیدپذیر با قیمت‌های بالای جهانی ذغال سنگ از ارزش بیشتری برخوردار است.

وجه تمایز این پژوهش با کارهای پیشین انجام مصاحبه با نخبگان دانشگاهی و صنعتی است تا دلایل اصلی در عملکرد نامطلوب روند خصوصی سازی که در حین اجرا واگذاری‌های شرکت‌های دولتی اتفاق می افتد شناسایی شود و راهکارهای بهینه برای آن حاصل شود. چرا که مدیران این شرکت‌ها سال‌ها سال با این مشکلات مواجه بوده اند و اطلاعات کافی و وافی در این زمینه دارند.

روش پژوهش

به تناسب سوال پژوهش « یافتن الگوی مناسب برای بهبود روند خصوصی سازی با رویکرد اختیاری معامله حقیقی جهت واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی به چه صورت بوده است و تابعی از چه مولفه‌هایی است. » برای جمع‌آوری اطلاعات از مدیران ارشد شرکت‌ها و نخبگان دانشگاهی از ابزار مصاحبه نیمه‌باز استفاده کرده ایم. لذا این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از حیث روش کیفی می باشد. از آنجا که پژوهش کیفی راهی برای رسیدن به محتوای ذهنی افراد است، نمی توان آن را از طریق روش‌های سخت و دقیق کمی انجام داد، ابزارها و روش‌های آن نیز بسیار متفاوت هستند. همچنین انتخاب مدیران اجرایی و

نخبگان مالی با هدف دستیابی به بیشترین اطلاعات در مورد موضوع مورد بررسی انجام می‌شود و نمونه پژوهش یا مشارکت کنندگان، انتخاب یا دعوت می‌شوند. بنابراین در این پژوهش برای تعیین نمونه‌های مصاحبه از روش نمونه‌گیری هدفمند استفاده شده است. زیرا هدف آن به جای تعمیم یافته‌ها، کسب درک عمیق از موضوع مورد بررسی است. انتخاب افراد برای این تحقیق شامل نمونه‌برداری‌های غیر تصادفی است زیرا همه جمعیت شانس مساوی برای انتخاب شدن به عنوان بخشی از نمونه را ندارد.

بنابراین معیار انتخاب مدیران و نخبگان برای مصاحبه به شرح ذیل بوده است:

اعضای هیات علمی و اساتید دانشگاه در سطح استان تهران که دارای تخصص در رشته مدیریت مالی ترجیحاً آشنایی با مفاهیم مهندسی مالی بوده و در دانشگاه‌ها به فعالیت‌های آموزشی و پژوهشی مشغول هستند. البته در صورتی که گرایش آن‌ها غیر از گرایش‌های مذکور باشد دارا بودن مقالات علمی پژوهشی، داشتن سابقه تدریس و نگارش رساله مرتبط با موضوع اختیار واقعی از شاخص‌های انتخاب خبرگان است.

مدیران ارشد شرکت‌ها نیز شامل مدیران عامل، اعضای هیات مدیره، معاونت‌ها و مدیران بخش‌های اصلی شرکت‌های دولتی می‌شود.

ضمناً تمام مصاحبه‌شوندگان از تحصیلات دکتری برخوردار بودند.

برای جمع‌آوری اطلاعات از ابزار مصاحبه نیمه‌باز استفاده شده است. پس از رسیدن به اشباع نظری مصاحبه‌ها متوقف شد. تعداد مصاحبه‌ها برای رسیدن به اشباع نظری به صورت جدول زیر است.

فرآوانی	درصد فرآوانی	درصد فرآوانی معیار		
۱۳	۴۳٪	۵۴٪	فقا	موارد کامل
۴	۱۳٪	۱۷٪	خانم	
۵	۱۷٪	۲۱٪	فقا	موارد نقص
۲	۷٪	۸٪	خانم	
۴	۱۳٪		فقا	موارد غیر قابل استفاده
۲	۷٪		خانم	
۲۴	۸۰٪	۱۰۰٪		مجموع مورد استفاده
۳۰	۱۰۰٪			مجموع مصاحبه‌های انجام شده

در ابتدا مطالعات کتابخانه‌ای بعنوان مسیر شناسایی ابعاد و مولفه‌های مفاهیم مذکور به انجام رسیده است. در مطالعات کتابخانه‌ای به بررسی مقالات، پایان‌نامه‌ها، گزارش تحقیقات انجام

شده، کتب فارسی و لاتین مرتبط با موضوع تحقیق پرداخته شده و براین اساس داده‌ها و اطلاعات اولیه و اساسی پژوهش، در قالب ادبیات و مبانی نظری تحقیق فراهم شده است. سپس به منظور تحلیل متون گردآوری شده از تحلیل محتوا بهره گرفته شد. برای جمع آوری اطلاعات از ابزار مصاحبه نیمه‌باز استفاده شده است. پس از رسیدن به اشباع نظری مصاحبه‌ها متوقف شد و سپس با استفاده از نرم افزار MAXQDA2020 اطلاعات اولیه با روش تحلیل محتوا و سپس با استفاده از این نرم افزار تحلیل شدند. مکس کیو دی ای نرم افزاری است که در تحلیل مصاحبه‌ها از طریق کدگذاری و ارائه الگو کاربرد دارد. در این پژوهش با توجه به اینکه کدگذاری قبل و حین مصاحبه از طریق نظریه موجود و قبلی پایه ریزی شده بود و همچنین در فرایند تحلیل، کدهای دیگری نیز به دست آمد؛ پس برای تحلیل محتوای تحقیق، از روش تحلیل محتوای جهت دار استفاده شده است. برای روایی و پایایی در این تحقیق تلاش شد تا انتخاب افراد کلیدی برای مصاحبه‌ها با دقت انجام شود. بطوری که خصیصه‌ها و ویژگی‌های مورد نظر را داشته باشند. لازم به ذکر است که مصاحبه‌گر از پیش داوری و تحریک مصاحبه شونده پرهیز کرده است. هم‌چنین برای تأیید اعتبار و مقبولیت داده با صرف زمان کافی برای جمع آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها، تلفیق در منابع اطلاعاتی، به کارگیری روش‌های چندگانه برای جمع آوری اطلاعات مثل مصاحبه و بررسی کتابخانه‌ای و بررسی داده‌ها توسط اساتید راهنما استفاده شده است. همچنین در این مطالعه، یک داور خارجی به طور دقیق داده‌ها و مدارک را بررسی کرده و قابلیت اعتماد و پایایی داده‌ها مورد تأیید قرار گرفت. از طرفی، پایایی داده‌ها بدین ترتیب تعیین شد که داده‌های به دست آمده در مصاحبه تا حد زیادی در بررسی کتابخانه‌ای نیز به دست آمده است. ضمناً تعدادی از مصاحبه‌ها، کدها و طبقات استخراج شده در اختیار همکاران پژوهشگر و تعدادی از اعضای هیئت علمی که با نحوه تحلیل تحقیقات کیفی آشنا بودند، گذاشته شد و از آنان خواسته شد تا صحت این کدگذاری را بررسی کنند. بنابراین برای انجام تجزیه و تحلیل کیفی ابتدا تمام مصاحبه‌ها به صورت جداگانه تایپ شد سپس متن مصاحبه‌ها را چندین بار مورد بررسی قرار دادیم تا به تمام زوایای مصاحبه‌ها احاطه پیدا کنیم تا احتمال ایجاد خطا حین کدگذاری کمتر رخ دهد سپس تمام مصاحبه‌ها در برنامه مکس کیو دی ای ۲۰۲۰ وارد شد. سپس کدگذاری‌ها به صورت کامل انجام گرفت بعد از مشخص شدن کدها مجدداً مولفه‌ها توسط خبرگان مورد بررسی قرار گرفت تا کمترین اشتباه رخ دهد.

یافته‌های پژوهش

بر اساس چار چوب نظری و نتایج حاصل از مصاحبه‌ها یافته‌های به دست آمده از این پژوهش حاکی از موارد زیر می باشد:

یافته اول: استفاده از ارزشگذاری اختیارات حقیقی می تواند بعنوان روش مکملی در کنار ارزشگذاری های سنتی انجام شده کمک شایانی به بهبود روند خصوصی سازی نماید. روش رایج از مدتها قبل، روش جریان وجوه تنزیل شده می باشد. با وجود سابقه نسبتاً طولانی این روش، و با وجود مشکلات عدیده در شرکت های دولتی استفاده از اختیار واقعی « بر اساس نظرات ۹۰٪ از خبرگان و مدیران اجرایی این شرکت ها یعنی ۲۲ نفر از ۲۴ نفر بر این دلایل اتفاق نظر داشتند » بهترین راهکار بوده است. زیرا این روش ریسک ها و عدم قطعیت ها را نیز در نظر گرفته است و در نهایت به ارزشگذاری های دقیق تر، بهینه سازی راه حل ها و ارزیابی دقیق تر شرکت ها و پروژه ها ختم میشود.

مواردی از نظرات خبرگان در رابطه با ضرورت استفاده از روشهای اختیار واقعی بشرح زیر می باشد:

«به دلیل اینکه در روش های سنتی حق تصمیم گیری را نمی توانند اندازه گیری کنند ارزشی برای آن در نظر نمی گیرند بنابراین ارزش های محاسبه شده در روشهای ارزشگذاری سنتی ارزش شرکت ها و پروژه ها را کمتر از ارزش واقعی آنها و بدون در نظر گرفتن ارزش تصمیم گیری محاسبه میکند و بنابراین جذابیت سرمایه گذاری در شرکت کاهش پیدا میکند.»

«در روش اختیارات واقعی هر یک از تصمیمات مدیران در آینده با توجه به شرایط به عنوان اختیار تلقی شده و پروژه را دارای ارزش افزوده می کند. که قدرت انتخاب برای مدیران و خاصیت انعطاف پذیری تصمیمات بعنوان اختیار واقعی به ارزش شرکت ها افزوده شود.»

«روش ارزشیابی اختیارات واقعی که در سال های اخیر بسیار مورد توجه قرار گرفته، با در نظر گرفتن عدم اطمینان جریان نقد آتی شرکت، مشکلات پیش روی مدل های ایستا (روشهای سنتی) را که عدم قطعیتی در نظر نمی گیرند را تا حد زیادی مرتفع کرده است.»

یافته دوم: از میان انواع اختیارات واقعی دو اختیار حقیقی یعنی اختیار توسعه و اختیار واگذاری در ۱۰۰٪ موارد مورد استفاده قرار گرفته است. انواع اختیار واقعی شامل اختیار توسعه، اختیار واگذاری، اختیار تاخیر، اختیار ترکیبی و اختیار انعطاف پذیری است که در مصاحبه با خبرگان مالی و مدیران بخش اجرایی نتایجی که حاصل شد به این قرار است که اختیار توسعه و واگذاری در همه شرکت های دولتی می تواند استفاده شود و اختیار انعطاف پذیری و تاخیر و سایر اختیارات در شرکت های دولتی استفاده نمی شود. البته طبق نظرات خبرگان یکی از مهم ترین دلایل آن می تواند مربوط به قوانین و مقررات واگذاری بخش

خصوصی باشد که امکان استفاده از این اختیارها را محدود کرده است. لازم به ذکر است که منظور از اختیار توسعه عبارت است از گسترش عملیات تجاری، سرمایه گذاری جدید یا انجام پروژه جدید در صورت شرایط مساعدتر از انتظار است. و اختیار واگذاری عبارتند است: اختیار توقف عملیات بخشی از پروژه یا تمام عملیات در شرایط نامساعد.

به چند نمونه مصاحبه در رابطه با انواع اختیار قابل استفاده می پردازیم:

« بدلیل اینکه در واگذاری شرکت‌های دولتی تنها اختیار واقعی واگذاری واقعی توسعه می تواند نقد شوندگی را بالاتر ببرد از طرف واگذار کننده اعمال می شود. یعنی در حال حاضر دولت شرایط واگذاری دارد با توجه به تنگنای مالی که دارد واگذاری را انجام می دهد و هر سال در برنامه هایش دارد و نقدینگی حاصل از آن را مورد استفاده قرار میدهد. از طرفی می تواند واگذار نکند و توسعه دهد که مانند همه افزایش سرمایه ها است که طرح توسعه دارند و به راحتی اجرایی است اما مثلا اختیار تاخیر را ما نمی توانیم استفاده کنیم چرا که خصوصی سازی اگر اختیار تاخیر را بدهد یعنی امسال انجام ندهند سال دیگر انجام بدهند و هیچ زمان خصوصی سازی نمیتواند پروژه را بخواباند که سال بعد انجام دهد. در وزارت راه اختیارهای واقعی توسعه و واگذاری بسیار مورد استفاده قرار گرفته است.»

« باید از دید جذابیت سرمایه گذار دید آیا پروژه یا شرکت از نظر سرمایه گذاری جذاب است یا خیر؟ اختیارهای واقعی با توجه به بالا بردن ارزش شرکت باعث جذابیت سرمایه گذاری می شوند. در واگذاری می شود گفت که یک پروژه برای سازمان خصوصی سازی برای سال ۸۸ انجام دادیم که به پایان هم نرسید. عنوان پروژه این بود: «ارائه الگوی مناسب برای واگذاری شرکت‌های دولتی از طریق مقایسه تطبیق با کشورهای منتخب». در پی تحقیقات انجام شده برای انجام واگذاریها، توسعه شرکت‌ها مطلوبتر از واگذاریها بوده است.»

« اختیار توسعه بسیار در کشور مرسوم است. این اختیار در شرکت‌های با رشد بالا به ویژه در خلال دوره‌های رونق اقتصادی مرسوم است. دقیقا اگر بخواهیم مقدار استفاده از این اختیار را بسنجیم باید ببینیم شرکت‌های دولتی چه مقدار پروژه‌های توسعه‌ای دارند و دقیقا قابل مشاهده خواهد بود. اختیار رهاسازی و واگذاری تقریبا در هر پروژه‌ای وجود دارد به شما حق فروش دارایی‌ها و فسخ کامل پروژه را می دهد.»

« اختیار واگذاری تقریبا در هر پروژه‌ای وجود دارد به شما حق فروش دارایی‌ها و فسخ کامل پروژه را می دهد. این اختیار مخصوصا در جایی که خالص ارزش فعلی NPV بسیار کم است و پتانسیل بالایی برای زیان وجود دارد کاربرد بالایی دارد زیرا هنگامی که عدم قطعیت پیرامون درآمد برطرف شود و درآمد جذاب نباشد، شما می توانید پروژه را به سرعت و بدون

تحمیل زیان قابل توجه فسخ نماید. زیان می تواند بوسیله فروختن دارایی های پروژه به قیمت نقد و یا ترجیحاً بر اساس قیمت از پیش تعیین شده حداقل شود. تصمیمات اقتضایی در این اختیار، می تواند فسخ پروژه در صورتی که درآمد مورد انتظار (ارزش دارایی پایه) کمتر از استهلاک پروژه (قیمت توافقی) باشد. در این اختیار سرمایه گذار می تواند تا قبل از سررسید معینی نسبت به واگذاری پروژه به دیگری با قیمت معین که به آن قیمت واگذاری می گویند، اقدام نماید. اختیار واقعی معمولاً برای پروژه های سرمایه گذاری در خصوص اختراعات جدید، طرح های جدید تحقیق و توسعه، تولید داروهای جدید مورد استفاده قرار می گیرد».

« اختیار توسعه به مدیران امکان انتخاب استراتژی ها و روش های در پیش به منظور گسترش فعالیت در بازارهای مختلف و یا توسعه محصولات و فعالیت جاری را ارائه می دهد. یکی از زمینه هایی که معمولاً از این اختیار استفاده می شود توسعه فعالیت های تجارت الکترونیکی و همچنین تولید دارو و داروسازی و توسعه تولید گاز و نفت است. و دقیقاً در افزایش سرمایه شرکت های دولتی کاملاً مشخص است و از اختیارهای ارزشمند است که قابل استفاده است». البته در کنار نظرات این صاحب نظران، پژوهش های متعددی مانند ارزیابی پروژه های سرمایه گذاری با استفاده از تکنیک اختیار واقعی در سال ۱۳۹۱ توسط روزین داودی در یک طرح نیروگاهی دو نوع اختیار توسعه و واگذاری را مورد بررسی قرار داده است. در تحقیقی دیگر ارزشیابی اقتصادی پروژه های دانش بنیان با رویکرد اختیارات واقعی توسط شیوا یار محمدی در سال ۱۳۹۵ انجام گرفته است که تنها در شرکت مورد بررسی اختیار واگذاری و توسعه محاسبه شده است و یا در تحقیقی دیگر در سال ۱۳۹۷ توسط امیر شفیعی به نام ارایه رویکرد استراتژیک به اجرایی در یک زنجیره تامین به کمک اختیار واقعی انجام شده است که دقیقاً اختیارهای توسعه و واگذاری را مورد بررسی قرار داده است. لازم به ذکر است در پژوهش های انجام شده در کشورهای دیگر استفاده از اختیارات واقعی توسعه و واگذاری به نسبت به سایر اختیارها بیشتر مورد استفاده قرار گرفته است.

یافته سوم: براساس یافته های پژوهش در مرحله بعد مولفه های شناسایی شده برای هر اختیار را مورد بررسی قرار داده ایم و در نهایت مولفه های تاثیرگذار هر اختیار شناسایی شدند. براساس نتایج بدست آمده مولفه های مشخص شده برای اختیار واقعی توسعه شامل: ارزش فعلی جریان نقد ورودی، مخارج سرمایه گذاری و نوسانات بازدهی و سررسید است که به توضیح هر کدام از مولفه ها و شاخص های مربوطه می پردازیم.

بخش اول یافته سوم

ارزش فعلی جریان نقد آزاد: ارزش دارایی از جریان های نقدی که انتظار می رود پروژه در طول عمر خود بدست آورد محاسبه می شود. این تخمین ها با عدم قطعیت بالایی همراه هستند و به تنهایی نمی تواند ارزش شرکت را مشخص کند. (کوداکولا و پاپودس، ۲۰۰۲). چند نمونه از مصاحبه ها در رابطه با روش جریان نقد آزاد بعنوان یکی از مولفه های تاثیر گذار بر اختیار واقعی می پردازیم.

« در ارزش گذاری شرکت ها در واگذاری به بخش خصوصی در ایران از روش جریان نقد آزاد استفاده می شود. این ارزش گذاری ها از طریق بانک صنعت و معدن مورد بررسی قرار می گیرد و ممکن است تایید یا مورد اصلاحاتی قرار گیرد. در این دسته از روش ها، توان آتی شرکت برای ایجاد جریان نقد مورد ارزیابی قرار می گیرد و نگاهی به آینده شرکت وجود دارد؛ بنابراین مستلزم پیش بینی متغیرهای کلان اقتصاد، صنعت و شرکت به منظور برآورد جریان های نقدی شرکت است. جریان نقدی آزاد شرکت؛ وجوهی است که پس از پرداخت تمام هزینه های عملیاتی و انجام هزینه های عملیاتی لازم مانند سرمایه در گردش و دارایی ها ثابت در شرکت باقی می ماند و قابل پرداخت به تامین کنندگان سرمایه (سهامداران و وام دهندگان) خواهد بود که با FCFE نمایش داده می شود؛ با توجه به این که لازم است وجوه قابل پرداخت به سهامداران نیز به تنهایی گزارش شود بنابراین با کسر وجوه قابل پرداخت به وام دهندگان، جریان نقدی سهامداران^۲ محاسبه خواهد شد که با FCFE نشان داده خواهد شد؛ همانگونه که در بالا توضیح داده شد، برای محاسبه FCFE ابتدا باید FCFE برای سنوات آتی محاسبه شود، سپس از مجموع ارزش فعلی FCFE، بدهی ها کسر شده و طبق فرمول FCFE سایر تعدیلات لازم انجام شود.»

« جریان نقد آزاد به عنوان مولفه اختیار واقعی قرار می گیرد بدلیل اینکه جریان نقدی شاخص خوبی از سود دهی شرکت است.»

« ارزش گذاری به نظر هیات مدیره انجام می شود البته با توجه به اینکه برای ارزش گذاری می توان از جریان نقد آزاد استفاده کرد و این ارزش گذاری دقیقا به نظر هیات مدیره انجام می شود می تواند معیار خوبی برای اختیار واقعی باشد.»

بخش دوم یافته سوم

¹ Free Cash Flow Firm

² Free Cash Flow Firm Equity

مخارج سرمایه گذاری: در دنیای اختیارات حقیقی، معمولاً اجرای یک اختیار شامل ایجاد و ساخت یک ساختمان یا خط تولید است. اگر چه تصمیم برای انجام، در لحظه صورت می گیرد، ولی اجرای آن مستلزم صرف زمان است. هزینه سرمایه گذاری، ارزش دارایی را مستقیماً تحت تاثیر قرار می دهد. حساسیت ارزش اختیار نسبت به این هزینه باید تحلیل شود تا نگرش بهتری نسبت به ارزش اختیار به دست آید. امکان دارد هزینه اجرای اختیار در طول عمر اختیار تغییر کند و در نتیجه معادلات ارزش گذاری اختیار بایستی متناسب با آن تنظیم شوند. قیمت اعمال اختیار به معنای حق خرید یا فروش دارایی (سهام) با قیمت از پیش تعیین شده است. در صورتی که ارزش دارایی بیشتر از قیمت اعمال اختیار باشد، اعمال اختیار منطقی نخواهد بود و در صورتی که قیمت اعمال از ارزش دارایی بیشتر باشد اعمال اختیار مناسب به نظر می رسد. (کوداکولا و پاپودس، ۲۰۰۲)

چند نمونه از مصاحبه ها در رابطه با مخارج سرمایه گذاری بعنوان یکی دیگر از مولفه های تاثیر گذار بر اختیار واقعی می پردازیم.

« قیمت اعمال برابر است با قیمت از قبل تعیین شده ای که اختیار با آن قیمت در سررسید یا قبل از آن اجرا می شود و در اختیارات سرمایه گذاری این مقدار برابر با ارزش فعلی هزینه های ثابت بعنوان مخارج سرمایه گذاری در نظر گرفته می شود و با توجه به اهمیت کاربردی کردن این روش در بررسی های اقتصادی، نمونه های کاربردی نیز در این ارتباط تأیید کرده که رویکرد اختیار واقعی مزیت های عمده ای نسبت به روش سنتی دارد که از آن جمله می توان به مواردی همچون پویایی، سیستمی بودن و انعطاف پذیری و قابلیت استفاده بودن در محیط های نامطمئن اشاره کرد. هزینه سرمایه به خالص ارزش دفتری دارایی ثابت است. هزینه سرمایه تا حد زیادی اختیاری است و باعث ایجاد فرصت های سرمایه گذاری جدید می شود. شرکت های ی که بیشتر سرمایه گذاری می کنند نسبت به دارایی های موجود فرصت های سرمایه گذاری بیشتری به دست می آورند و در نتیجه اختیار سرمایه گذاری آنها بیشتر است. »

« تهدید کمبودهای بودجه و افزایش مخارج سرمایه گذاری ارزش اختیارهای واقعی شرکت را کاهش می دهد و منجر به کمتر از حد مطلوب شدن اعمال اولیه این اختیارها می شود. »

بخش سوم یافته سوم

نوسانات بازدهی: در بررسی داده های سری زمانی معمولاً فرض ثابت بودن واریانس طی زمان را در نظر می گیرند، اما در عمل واریانس در دوره های مختلف ثابت نیست. برای حل مشکل واریانس نا ثابت، یا باید داده ها را به نحوی تبدیل کرد تا همگنی واریانس حاصل شود یا از مدل هایی استفاده شود که پذیرای ناهمگنی در واریانس باشند. یک خانواده معروف از

این مدل ها، خانواده مدل های مشروط به ناهمگنی واریانس است که در زمینه های مختلفی همچون اقتصاد، فیزیک، نظریه های مدارهای الکتریکی و غیره بسیار مفید شناخته شده اند. این مدل ها اتورگرسیو شرطی با پراکندگی متغیر نامیده می شوند. این روش نیز می تواند برای تخمین نوسان جریان نقدی مورد استفاده قرار گیرد. مدل های گارچ اساسا در تحلیل های مربوط به داده های سری زمانی مالی و هم چنین در تعیین واریانس شرطی و نوسان ها، مورد استفاده قرار گیرند. (مون، ۲۰۰۰)

چند نمونه از مصاحبه ها در رابطه با نوسانات بازدهی بعنوان یکی از مولفه های تاثیر گذار بر اختیار واقعی می پردازیم.

« نوسان پذیری: تغییر پذیری یک پارامتر ورودی مهم است که تاثیر قابل توجهی در ارزش اختیار دارد و احتمالا مهم ترین پارامتر در تخمین اختیارات حقیقی است. تغییر پذیری بازنمایی کننده عدم قطعیت های مرتبط با جریان های نقدینگی تشکیل دهنده ارزش کلی دارایی مورد بررسی است. نوسان پذیری به عنوان نماینده ای از انحراف معیار بازده های دارایی تعریف می شود و مقیاسی برای عدم اطمینان محسوب می شود. یکی از مفاهیم مهم در ارزش گذاری اختیار و مدیریت ریسک نوسان پذیری است.»

« نوسان پذیری و عدم اطمینان عبارت است از اندازه مربوط به میزان غیر قابل پیش گویی بودن حرکت های قیمتی سهم. در اختیارات سرمایه گذاری نیز به همان صورت است.»

بخش چهارم یافته سوم: براساس نتایج بدست آمده مولفه های مشخص شده برای اختیار واقعی واگذاری شامل: ارزش فعلی جریانات نقد ورودی، قیمت واگذاری و نوسانات بازدهی است که دقیقا همانند مولفه ها در اختیار توسعه می باشد تنها تفاوت در قیمت واگذاری است که در این قیمت به طور معمول سرمایه گذار دارای حق یا امتیازی است که دارای ارزشی مستقل است و قیمت واگذاری نیز بر این اساس تعیین می شود. با توجه به اینکه قیمت پایه دارایی حداقل قیمت واگذاری است و واگذاری در آن قیمت صورت می گیرد.

نتیجه گیری و پیشنهادها

این مقاله با هدف بررسی روند خصوصی سازی در سالهای پس از انقلاب اسلامی انجام شده است. یافته های پژوهش عبارتند از ۱. استفاده از ارزش گذاری های نوین نتیجه می دهد روش های سنتی در روند خصوصی سازی پاسخگوی این روند نمی باشد یکی از مهمترین ایرادات نحوه ارزش گذاری نامناسب و در نظر نگرفتن اختیارات واقعی است. ۲. به دلیل حجم قابل توجه فعالیت شرکت های دولتی و قدمت آنها و معاملات و گردش مالی زیاد آنها، قیمت گذاری دقیق این اختیارها از اهمیت بالایی نزد تحلیل گران و فعالان بازار سرمایه

برخوردار است. بنابراین به دنبال شناسایی انواع اختیارهای واقعی قابل استفاده بودیم که شامل اختیار واقعی توسعه و اختیار واقعی واگذاری ۳. شناسایی عوامل موثر بر اختیار واقعی توسعه و واگذاری شامل ارزش شرکت، نوسانات یا عدم قطعیت های موجود در محیط و مخارج سرمایه گذاری و قیمت واگذاری بوده است. در نهایت ارزش گذاری شرکت های دولتی واگذار شده به بخش خصوصی، به این نتیجه رسیدیم که ارزش واقعی شرکت های واگذاری پس از واگذاری و قبل از واگذاری دارای تفاوت معناداری بوده و ارزش گذاری با در نظر گرفتن اختیارات معامله حقیقی با ارزش واقعی شرکت ها پس از واگذاری تطبیق نزدیک تر و دقیق تری دارد. نتایج بدست آمده در این بخش، صرف نظر از روش بررسی، منطبق با یافته های پژوهش کارلسون و فولر (۲۰۰۵) و کولان و همکاران (۲۰۰۹) است.

بر اساس یافته های پژوهش پیشنهاد می شود

- سرمایه گذاران همواره تلاش زیادی را در زمینه ارزیابی و انتخاب طرح های مناسب و تخصیص بهینه منابع محدود خویش به این طرح ها می کنند. انجام مطالعه میدانی جهت بررسی میزان توجه سرمایه گذاران به موضوع اختیارهای واقعی به عنوان یکی از مولفه های تعیین کننده ارزش شرکت می تواند یکی از مباحث جالب برای آینده باشد.

- سیاست های خصوصی سازی اقتصاد ایران از ویژگی های خاصی برخوردار است. نخست این که واگذاری ها در بخش صنایع کارخانه ای صورت گرفته است و بخش های امور زیربنایی اقتصاد مانند ارتباطات، انرژی، آب و انحصارات دولتی خارج از سیاست خصوصی سازی باقی مانده است که توجه بیشتری را طلب میکند.

- عمده تاً واگذاری مالکیت شرکت های دولتی به گونه ای بوده است که مدیریت شرکت مربوطه از حیطه مدیریت دولتی خارج نشده است. به این معنی که برخلاف مبانی نظری و تجربه سایر کشورها، سیاست خصوصی سازی در ایران قادر نبوده است اندازه دولت و نقش شرکت های دولتی را در اقتصاد ایران کاهش دهد؛ بلکه دایما افزایشی بوده است و در راستای ارایه اختیارهای واقعی هیچگونه عملی صورت نپذیرفته است.

- افزایش روز افزون پژوهش ها در زمینه به کارگیری نظریه اختیارات حقیقی در سرمایه گذاری ها، نقش اختیارهای واقعی در واکنش سرمایه گذاران در بازار سرمایه مورد بررسی قرار گیرد.

منابع و مآخذ:

- Kodukula, P., and PMP. CH. Papudesu. (2006). Project Valuation Using Real Options, **Library of Congress Cataloging-in-Publication Data**, J.Ross publisher.
- Khanifer ,H , 1395, Principles and methods in qualitative research, Negah danesh (in Persian)
- Martinez, E.A., and J. Mutale. (2011). "Application of an Advanced Real Options Approach for Renewable Energy Generation Projects Planning." **Journal of Renewable and Sustainable Energy Reviews**.
- McDonald, R. and D. Siegel .(2006). "Option Pricing When the Underlying Asset Earns a Below-equilibrium Rate of Return: A Note, ". **Journal of Finance**, 39(1), 261-65.
- Sheen, J. N. (2005). Fuzzy financial profitability analyses of demand side management alternatives from participant perspective. **Journal of Information Sciences**
- Shiu-Hwei Ho (2011). A fuzzy real option approach for investment project valuation, **Journal of Expert Systems with Applications**
- Shun-Chung Lee. (2010). Using real option analysis for highly uncertain technology investments: The case of wind energy technology, **Journal of Renewable and sustainable Energy Reviews**.
- SupratimDas Gupta (2021) Using real options to value capacity additions and investment expenditures in renewable energies in India. **Energy Policy Volume 148**
- Trigeorgis ,L (2017), Real Options in Operations Research, **Journal of European Journal of Operational Research**
- خنیفر، حسین (۱۳۹۵) اصول و مبانی روش های پژوهش کیفی، انتشارات، نگاه دانش ۵۰-۹۴
- رهنمای رودپشتی، فریدون، و جودلایی (۱۳۹۵)، تبیین رابطه بازدهی و نوسان همزمان بازدهی سهام با استفاده از الگوی اختیارات سرمایه‌گذاری، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار ۵۹-۶۵
- رهنمای رودپشتی، فریدون، و سروش‌سیار (۱۳۹۲) ارزیابی مقایسه‌ای توانمندی معیارهای عملکرد اقتصادی و حساس‌گذاری در تبیین ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی دانشگاه تهران
- مدرس، محمد و قاسمی، مهدی، (۱۳۹۲) توسعه و تحلیل سرمایه‌گذاری با استفاده از روش اختیار معامله حقیقی و کاربرد آن در ارزیابی یک محصول شیمیایی، نهمین کنفرانس بین‌المللی مهندسی صنایع منابع لاتین
- Andalib ,M (2018) Modeling managerial behavior in real options valuation for project-based environments, **Journal of project management**
- Boudlaie , H (1397) A Qualitative Study of Customer Experience in Retail Industry, Ebsco, Google Scholar, **ISC, Doaj, Ulrich**
- Copeland and V. Antikarov, Real Options: A Practitioners Guide, New Yark: Texere, 2003.
- Cotter, J. F., Marcum, B., Martin, D. R., 2003. A cure for outdated capital budgeting techniques. **Journal of Corporate Accounting & Finance**
- Guj, P., 2013. Mineral economics: Australian and global perspectives. **The Australasian Institute of Mining and Metallurgy**, Melbourne, Ch. Mineral project evaluation: Financial modelling and discounted cash flow (DCF) analysis
- Dixit, AK., and RS. Pindyck. (1994). Investment under uncertainty. Princeton University Press.
- Khan shafigh sara, (2017) Examining Real Options Exercise Decisions in Information Technology Investments, **AIS journal, Vol 18**