

Strategies for Financing the Privatization Process with the Help of Exchange-Traded Funds¹

Azadeh Bahadoran Baghbadorani², Hushang Shajari³, Taghi Torabi⁴

Received: 09 October 2025 Revised: 14 December 2025

Accepted: 14 December 2025 Published Online: 15 December 2025

Research Paper

Highlights

- Smart privatization using exchange-traded funds as a new, transparent and participatory mechanism for divestiture of state-owned enterprises.
- Successful privatization with the help of exchange-traded funds requires a coherent hierarchy of 10 key strategies, starting from “systemic feasibility” and ending with “supply management and how to use the proceeds”.
- Successful privatization requires adapting international experiences to Iran’s economic, institutional and cultural characteristics.
- The research findings emphasize “full transfer of ownership and management”, but at the same time consider the role of the government at the level of “macro policy-making” and “post-transfer monitoring” to be essential.
- Privatization itself is not corruptive; but without strategies such as “information transparency”, “strategic shareholder selection” and “macro cultural policy-making”, it becomes a breeding ground for corruption.

Abstract

The aim of this research is to identify key strategies for the successful implementation of the privatization process using exchange-traded funds. This study is designed with a mixed approach (qualitative-quantitative). In the qualitative phase, data were collected through semi-structured interviews with 20 experts in the field of capital markets, senior managers of companies, financial managers of companies, employees and management of investment funds and analyzed using thematic analysis. In the quantitative phase, interpretive structural modeling was used to extract the hierarchy of strategies and structural equation modeling based on data from 157 questionnaires was used to validate the causal relationships between strategies. The findings show that the privatization process based on exchange-traded funds is a hierarchical system in which the strategies of "systemic feasibility" and "use of international experiences and localization of the model" act as fundamental foundations. These strategies lead stepwise to mid-level strategies such as “designing the optimal functioning of exchange-traded funds”, “outlining a structured privatization process”, “building the capacity of capital market infrastructure”, “preparing and strengthening corporate governance”, and “attracting strategic shareholders”, and finally ending with the final strategy of “managing the supply and use of divestiture proceeds”. This research suggests that privatization funds should be designed taking into account local characteristics, industrial needs and the level of financial literacy of the community, and by attracting expert managers, improving trading systems, increasing information transparency, providing tax incentives and implementing awareness campaigns, the field of broader participation of public investors should be prepared.

Keywords: Stock Exchange; Privatization; Exchange Traded Funds; Financialization; Interpretive Structural Modeling.

JEL Classification: G10, L33, G23, G32.

1. doi: [10.22034/JSE.2025.12625.2395](https://doi.org/10.22034/JSE.2025.12625.2395)

2. Department of Industrial Management, SR.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran. (azadeh.bahadoranbaghbadorani@iau.ac.ir).

3. Department of Economics, Faculty of Management and Economics, Isfahan University, Isfahan, Iran. (Corresponding Author). (h.shajari@ashrafi.ac.ir).

4. Department of Economics, SR.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran. (t-torabi@iau.ac.ir).



Copyright © 2026 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization.

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0

International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

Cite This Article: Bahadoran Baghbadorani, Azadeh; Shajari, Hushang; Torabi, Taghi (2026). Strategies for Financing the Privatization Process with the Help of Exchange-Traded Funds. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 19 (74), 141-170.

<http://10.22034/JSE.2025.12625.2395>

Homepage: <https://journal.seo.ir>

Introduction

The privatization process, as a macroeconomic tool, faces numerous administrative and financial challenges. Many researchers believe that traditional privatization methods are not efficient and need to be revised and improved. Therefore, in recent years, attention has been paid to approaches based on public participation and the use of stock exchanges and their tools. However, the effective implementation of this mechanism requires the design and implementation of multidimensional and coordinated strategies that have not been systematically examined in the existing literature. Therefore, this study examines the strategies for successful financialization of the privatization process with the help of exchange-traded funds, which are known as modern financial instruments. The main objective is to identify, hierarchically analyze, and validate key strategies for the effective implementation of this method of privatization.

Methodology

The present study was designed to identify and analyze key strategies for successful privatization using exchange-traded funds. This study was conducted using a mixed-method approach and in three consecutive phases. In the qualitative phase, data were collected through semi-structured interviews with 20 experts in the fields of capital markets, senior managers of companies, financial managers, and managers and employees of investment funds. Data analysis was conducted using the content analysis method using MaxQDA software. Data reliability was confirmed by calculating the Holstey agreement coefficient (75%). In the second phase, interpretive structural modeling was used to extract the hierarchical structure of causal relationships between the identified strategies. This method allows the identification of basic (fundamental), intermediate, and peak (final) levels of strategies. In the third phase, structural equation modeling with partial least squares approach was used to validate the conceptual model and test the significance of causal relationships. Quantitative data were collected from 157 relevant experts through a researcher-made questionnaire designed based on the findings of the qualitative phase. The reliability of the instrument was confirmed with Cronbach's alpha coefficient (0.83) and finally, the model fit indices including the coefficient of determination, predictability index and overall fit index were used to evaluate the efficiency and validity of the structural model and the validity of the model was confirmed.

Results

Findings show that the privatization process based on exchange-traded funds is a ten-level hierarchical system. In this structure, two strategies of "systemic feasibility" including (measuring the size and sensitivity of the

company and the stock exchange's capacity to offer exchange-traded funds) and "using international experiences and localizing the model" are at the fundamental level and are considered as the necessary foundations for any operational action. These strategies lead in a chain to mid-level strategies, which include "building the capacity of capital market infrastructure" and "designing and reviewing the optimal functioning of tradable funds" including (quantitative, qualitative and functional measurement of funds), "drawing a structured privatization process" including (planning, complete transfer of ownership and management, post-disposal monitoring), "preparing and strengthening corporate governance" such as (establishing reporting units, training employees, determining the level of stock float) and "attracting strategic shareholders" including (measuring eligibility, creating incentives, determining implementation conditions) and finally, all these strategies collectively lead to the final strategy of "managing the supply and use of divestiture proceeds" which determines the ultimate success of the process. The results of structural equation modeling also confirmed the appropriate fit of the model. The fit quality indices, including the coefficient of determination, predictive power, and overall goodness of fit index, all exceeded acceptable thresholds. All path coefficients were also statistically significant.

Conclusion

By filling the gap in the literature on the financialization of the privatization process, the findings of this study provide a systematic framework for understanding the causal relationships and hierarchy of strategies. On the other hand, from an applied perspective, the results provide operational guidance for policymakers, privatization organizations, and stock exchange organizations. This study clearly states that successful privatization requires complete transfer of ownership and management, but this does not mean eliminating the role of the government; rather, the government must be active at the level of "macro policymaking" and "post-transfer supervision". Also, identifying the "corruption prevention" strategy in the form of cultural and institutional policymaking confirms that corruption is not the essence of privatization, but results from improper design of processes and lack of supervision. The research's policy recommendations emphasize that for this model to succeed, ETFs must be designed taking into account local characteristics and sectoral needs. Strengthening the technical and institutional infrastructure of the capital market, fully transferring management and ownership to the private sector, establishing transparent corporate governance, preventing corruption through effective supervision, and implementing extensive financial awareness campaigns to attract public

participation are essential elements of this transformation. Finally, it is suggested that futures studies examine the long-term effects of this method on corporate efficiency, income inequality, and macroeconomic indicators. Also, comparative studies among countries such as China, Brazil, and Uzbekistan that have used ETFs in privatization can provide valuable insights for localizing this model in different institutional and cultural contexts.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

Not applicable

Acknowledgements

The authors would like to thank anonymous reviewers for their valuable suggestions in manuscript revision.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, and plagiarism, and any form of misconduct.

Funding

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال نوزدهم، شماره ۷۴، تابستان ۱۴۰۵، صص ۱۷۰-۱۴۱
**راهبردهای مالی سازی فرآیند خصوصی سازی با کمک صندوق های
قابل معامله در بورس^۱**

آزاده بهادران باغبادرانی^۲، هوشنگ شجری^۳، تقی ترابی^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۷/۱۷ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۹/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۲۳ تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۰۹/۲۴

مقاله پژوهشی

نکات برجسته

- خصوصی سازی هوشمند با استفاده از صندوق های قابل معامله در بورس به عنوان مکانیزمی نوین، شفاف و مشارکتی برای واگذاری شرکت های دولتی.
- موفقیت خصوصی سازی با کمک صندوق های قابل معامله نیازمند یک سلسله مراتب منسجم از ۱۰ راهبرد کلیدی است که از «امکان سنجی سیستمی» شروع شده و به «مدیریت عرضه و نحوه مصرف عایدی» ختم می شود.
- موفقیت خصوصی سازی مستلزم تطبیق تجربیات بین المللی با ویژگی های اقتصادی، نهادی و فرهنگی ایران است.
- یافته های پژوهش بر «واگذاری کامل مالکیت و مدیریت» تأکید دارد، اما همزمان نقش دولت را در سطح «سیاست گذاری کلان» و «نظارت پس از واگذاری» ضروری می داند.
- خصوصی سازی به خودی خود فسادزا نیست؛ اما بدون راهبردهایی مانند «شفافیت اطلاعاتی»، «انتخاب سهامدار استراتژیک» و «سیاست گذاری کلان فرهنگی»، زمینه ساز فساد می شود.

چکیده

هدف این پژوهش، شناسایی راهبردهای کلیدی برای اجرای موفق فرآیند خصوصی سازی با بهره گیری از صندوق های قابل معامله است. این مطالعه با رویکرد آمیخته (کیفی-کمی) طراحی شده است که در فاز کیفی، داده ها از طریق مصاحبه های نیمه ساختاریافته با ۲۰ تن از خبرگان حوزه بازار سرمایه، مدیران عالی شرکت ها، مدیران مالی شرکت ها، کارکنان و مدیریت صندوق های سرمایه گذاری جمع آوری و با روش تحلیل مضمون تحلیل شدند. در فاز کمی، از مدل سازی ساختاری تفسیری برای استخراج سلسله مراتب راهبردها و از مدل سازی معادلات ساختاری بر اساس داده های ۱۵۷ پرسشنامه برای اعتبار سنجی روابط علی میان راهبردها استفاده گردید. یافته ها نشان می دهند که فرآیند خصوصی سازی مبتنی بر صندوق های قابل معامله یک سیستم سلسله مراتبی است که در آن راهبردهای «امکان سنجی سیستمی» و «استفاده از تجارب بین المللی و بومی سازی الگو» به عنوان پایه های بنیادین عمل می کنند. این راهبردها به صورت پلکانی به راهبردهای سطح میانی از جمله «طراحی کارکرد بهینه صندوق های قابل معامله در بورس»، «ترسیم فرآیند ساختارمند خصوصی سازی»، «ظرفیت سازی زیرساخت های بازار سرمایه»، «آماده سازی و تقویت حکمرانی شرکتی» و «جذب سهامدار استراتژیک» منجر می شوند و در نهایت به راهبرد نهایی «مدیریت عرضه و نحوه مصرف عایدی واگذاری» ختم می گردد. این پژوهش پیشنهاد می کند که صندوق های خصوصی سازی باید با در نظر گرفتن ویژگی های بومی، نیازهای صنعتی و سطح سواد مالی جامعه طراحی شوند و از طریق جذب مدیران متخصص، بهبود سامانه های معاملاتی، افزایش شفافیت اطلاعاتی، فراهم آوردن مشوق های مالیاتی و اجرای کمپین های آگاهی بخشی، زمینه مشارکت گسترده تر سرمایه گذاران عمومی فراهم شود.

واژه های کلیدی: بورس اوراق بهادار، خصوصی سازی، صندوق قابل معامله، مالی سازی، مدلسازی ساختاری تفسیری.
طبقه بندی موضوعی: G10, L33, G23, G32

doi: 10.22034/JSE.2025.12625.2395

۱. گروه مدیریت صنعتی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (azadeh.bahadoranbaghbadorani@iau.ac.ir)
۲. گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. (نویسنده مسئول). (h.shajari@ashrafi.ac.ir)
۳. گروه اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (t-torabi@iau.ac.ir)
۴. گروه اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (t-torabi@iau.ac.ir)

حق انتشار این مستند متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۵. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license
(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

استناد: بهادران باغبادرانی، آزاده؛ شجری، هوشنگ؛ ترابی، تقی، (۱۴۰۵). راهبردهای مالی سازی فرآیند خصوصی سازی با کمک صندوق های قابل معامله در بورس. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*. ۱۹ (۷۴). ۱۷۰-۱۴۱.

https://10.22034/JSE.2025.12625.2395

Homepage: https://journal.seo.ir



مقدمه

فرآیند خصوصی سازی به عنوان یک ابزار کلان اقتصادی، با چالش های اجرایی و مالی متعددی روبرو است. بسیاری از پژوهشگران بر این باورند که شیوه های سستی خصوصی سازی کارآمد نیستند و نیازمند بازنگری و اصلاح این شیوه ها است. از این رو در سال های اخیر توجه به رویکردهای مبتنی بر مشارکت عمومی و استفاده از بورس اوراق بهادار و ابزارهای آن مورد توجه قرار گرفته است. با این وجود، اجرای مؤثر این مکانیزم مستلزم طراحی و پیاده سازی راهبردهای چندبعدی و هماهنگ است که در ادبیات موجود به صورت نظام مند بررسی نشده اند. بنابراین این پژوهش به بررسی راهبردهای مالی سازی موفق فرآیند خصوصی سازی با کمک صندوق های قابل معامله در بورس که به عنوان ابزار نوین مالی شناخته می شوند، می پردازد. هدف اصلی، شناسایی، تحلیل سلسله مراتبی و اعتبارسنجی راهبردهای کلیدی برای اجرای اثربخش این شیوه از خصوصی سازی است.

روش شناسی

پژوهش حاضر با هدف شناسایی و تحلیل راهبردهای کلیدی برای اجرای موفق خصوصی سازی با بهره گیری از صندوق های قابل معامله در بورس طراحی شده است. این مطالعه بر اساس رویکرد آمیخته و در سه فاز متوالی اجرا گردید. در فاز کیفی، داده ها از طریق مصاحبه های نیمه ساختاریافته با ۲۰ تن از خبرگان حوزه های بازار سرمایه، مدیران عالی شرکت ها، مدیران مالی و کارکنان صندوق های سرمایه گذاری جمع آوری شد. تحلیل داده ها با استفاده از روش تحلیل مضمون و با بهره گیری از نرم افزار مکس کیو دی ای، انجام گرفت. پایایی داده ها از طریق محاسبه ضریب توافق هولستی (۰/۷۵٪) تأیید شد. در فاز دوم، به منظور استخراج ساختار سلسله مراتبی روابط علی میان راهبردهای شناسایی شده، از مدل سازی ساختاری تفسیری استفاده شد. این روش امکان شناسایی سطوح پایه ای (بنیادین)، میانی و اوج (نهایی) راهبردها را فراهم می آورد. در فاز سوم، برای اعتبارسنجی مدل مفهومی و آزمون معناداری روابط علی، از مدل سازی معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی استفاده شد. داده های کمی از طریق پرسشنامه پژوهشگر ساخته که بر اساس یافته های فاز کیفی طراحی و از ۱۵۷ نفر از خبرگان مرتبط جمع آوری شد. پایایی ابزار با ضریب آلفای کرونباخ (۰/۸۳) تأیید شد و در نهایت، شاخص های برازش مدل از جمله ضریب تعیین، شاخص پیش بینی پذیری

و شاخص برازش کلی، برای ارزیابی کارایی و اعتبار مدل ساختاری مورد استفاده قرار گرفتند و اعتبار مدل تایید شد.

نتایج

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که فرآیند خصوصی‌سازی مبتنی بر صندوق‌های قابل معامله، یک سیستم سلسله‌مراتبی ده‌سطحی است. در این ساختار، دو راهبرد «امکان‌سنجی سیستمی» شامل (سنجش اندازه و حساسیت شرکت و ظرفیت بورس برای عرضه صندوق‌های قابل معامله) و «استفاده از تجارب بین‌المللی و بومی‌سازی الگو» در سطح بنیادین قرار دارند و به‌عنوان پایه‌های لازم برای هرگونه اقدام عملیاتی در نظر گرفته می‌شوند. این راهبردها به‌صورت زنجیره‌ای، به راهبردهای سطح میانی منجر می‌شوند که عبارتند از «ظرفیت‌سازی زیرساخت‌های بازار سرمایه» و «طراحی و بررسی کارکرد بهینه صندوق‌های قابل معامله» شامل (سنجش کمی، کیفی و کارکردی صندوق‌ها)، «ترسیم فرآیند ساختارمند خصوصی‌سازی» شامل (برنامه‌ریزی، انتقال کامل مالکیت و مدیریت، نظارت پس از واگذاری)، «آماده‌سازی و تقویت حکمرانی شرکتی» مانند (ایجاد واحدهای گزارشگری، آموزش کارکنان، تعیین میزان شناوری سهام) و «جذب سهامدار استراتژیک» که شامل (سنجش اهلیت، ایجاد مشوق‌ها، تعیین شرایط اجرایی) و سرانجام، تمام این راهبردها به‌صورت تجمعی به راهبرد نهایی «مدیریت عرضه و نحوه مصرف عایدی واگذاری» ختم می‌گردند که موفقیت نهایی فرآیند را تعیین می‌کند. نتایج مدل‌سازی معادلات ساختاری نیز برازش مناسب مدل را تأیید کرد. شاخص‌های کیفیت برازش شامل ضریب تعیین، قدرت پیش‌بینی و شاخص نیکویی برازش کل، همگی از آستانه‌های قابل قبول فراتر رفتند. همچنین تمامی ضرایب مسیر از نظر آماری معنادار بودند.

جمع‌بندی

یافته‌های این پژوهش با پر کردن شکاف موجود در ادبیات مالی‌سازی فرایند خصوصی‌سازی، چارچوبی نظام‌مند برای درک روابط علی و سلسله‌مراتبی راهبردها ارائه می‌دهد. از سوی دیگر، از منظر کاربردی، نتایج حاصله راهنمای عملیاتی برای سیاست‌گذاران، سازمان خصوصی‌سازی و سازمان بورس فراهم می‌آورد. این پژوهش به‌وضوح بیان می‌دارد که خصوصی‌سازی موفق نیازمند واگذاری کامل مالکیت و مدیریت است، اما این امر به معنای

حذف نقش دولت نیست؛ بلکه دولت باید در سطح «سیاست گذاری کلان» و «نظارت پس از واگذاری» فعال باشد. همچنین، شناسایی راهبرد «ممانعت از فساد» در قالب سیاست گذاری فرهنگی و نهادی، تأییدی بر این است که فساد ذات خصوصی سازی نیست، بلکه ناشی از طراحی نادرست فرآیندها و عدم نظارت است. پیشنهادهای سیاستی پژوهش بر این تأکید دارند که برای موفقیت این مدل، باید صندوق های قابل معامله با در نظر گرفتن ویژگی های بومی و نیازهای بخشی طراحی شوند. تقویت زیرساخت های فنی و نهادی بازار سرمایه، واگذاری کامل مدیریت و مالکیت به بخش خصوصی، استقرار حکمرانی شرکتی شفاف، جلوگیری از فساد از طریق نظارت مؤثر و اجرای کمپین های گسترده آگاهی بخشی مالی برای جلب مشارکت عمومی، از ارکان ضروری این تحول هستند. در پایان، پیشنهاد می شود که آینده پژوهش ها به بررسی اثرات بلندمدت این روش بر کارایی شرکت ها، نابرابری درآمدی و شاخص های کلان اقتصادی بپردازند. همچنین، مطالعات تطبیقی میان کشورهایی مانند چین، برزیل و ازبکستان که از صندوق های قابل معامله در خصوصی سازی استفاده کرده اند، می تواند بینش های ارزشمندی برای بومی سازی این الگو در زمینه های نهادی و فرهنگی متفاوت فراهم آورد.

خصوصی سازی در چهار دهه گذشته در کشورهای مختلف در حال توسعه و توسعه یافته به یک پدیده جهانی تبدیل شده است. بر این اساس، دولت ها مالکیت شرکت های دولتی خود را به سرمایه گذاران عمومی فروخته اند. بسیاری از کشورها برای دستیابی به اقتصاد بازار آزاد و برای غلبه بر مشکلات ذاتی مرتبط با اقتصاد تحت کنترل دولت، خصوصی سازی را اجرا می کنند. اصلاحات انتقال کنترل و حقوق جریان نقدی از دولت به سرمایه گذاران خصوصی اغلب با تغییر تمرکز از پیگیری اهداف سیاسی به اهداف اقتصادی همراه است. دولت ها همچنین شرکت های دولتی را خصوصی می کنند تا عدم تعادل مالی را پوشش دهند (هو^۱ و همکارانش، ۲۰۲۳) و می توان گفت عملکرد مالی و عملیاتی شرکت ها با اجرای خصوصی سازی به طور قابل توجهی بهبود می یابد (فوکن و گاکهار^۲، ۲۰۲۲). اگر دولت فاقد ظرفیت کافی برای مدیریت یک شرکت باشد؛ یا اهداف سیاسی داشته باشد که منجر به شیوه های استخدام غیر شایسته سالارانه، فساد، یا قیمت گذاری نادرست و ناپایدار شود، خصوصی سازی می تواند کارایی شرکت و کیفیت خدمات رسانی را بهبود بخشد (دویچمان^۳ و همکاران، ۲۰۲۳). فرایند خصوصی سازی در کنار دیگر عوامل مؤثر می تواند نقش مثبتی

1. Hu

2. Phukon & Gakhar

3. Deutschmann,

در بهبود وضعیت اقتصادی و رفاه اجتماعی ایفا کند (قادری و محمدی، ۱۴۰۳، ۳۳). این عمل باعث افزایش درآمدهای دولت و جبران کسری بودجه و کاهش بدهی ملی می‌شود (نیشانو انرگیزا بورخونیدینوونا، ۲۰۲۵)، در نتیجه، درآمد شرکت‌ها و دولت افزایش می‌یابد (ویلن سان مارینو^۱، ۲۰۲۱). بسیاری از پژوهش‌ها به ناکارآمدی شیوه‌های سستی در خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی اذعان دارند از این رو دولت‌ها در بسیاری از کشورها سعی در بکار بردن شیوه‌های نوین واگذاری دارند. یکی از شیوه‌های نوین خصوصی‌سازی که با رویکرد مردمی‌سازی دارایی‌های دولتی مورد استقبال دولت‌های مختلف قرار گرفته است استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله است. موفقیت ETF ها ناشی از مزایایی است که از نظر تنوع، شفافیت، کارایی مالیاتی، هزینه‌های مدیریتی و نقدینگی ارائه می‌دهند (مارتا و ریوا^۲، ۲۰۲۵). این اقدام دولت برای تأمین بخشی از کسری بودجه، ضمن جمع‌آوری نقدینگی و جلوگیری از ورود فشار بر سایر بازارهای مالی در شرایط نااطمینانی موجب کاهش حجم استقراض دولت از بانک مرکزی می‌شود و از فشار تورم از این ناحیه می‌کاهد (مرجانه بشخور، ۱۴۰۰، ۷۶). از این رو هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی راهبردهای کلیدی در موفقیت خصوصی‌سازی بوسیله ETF است و اهداف فرعی ذیل آن بدین گونه هستند: ۱. شناسایی و استخراج راهبردهای کلیدی مؤثر بر موفقیت خصوصی‌سازی با استفاده از ETF ها. ۲. تعیین روابط سلسله‌مراتبی و علی بین راهبردهای شناسایی شده با استفاده از مدل‌سازی ساختاری تفسیری (ISM). ۳. اعتبارسنجی مدل مفهومی استخراج شده و آزمون روابط علی بین راهبردها با استفاده از مدل‌سازی معادلات ساختاری (SEM) و داده‌های کمی. در راستای اهداف پژوهش و پرکردن خلا مطالعاتی در این زمینه، پژوهش به دنبال پاسخ به پرسش‌های زیر است: ۱. مهم‌ترین راهبردهای مؤثر بر موفقیت خصوصی‌سازی با استفاده از ETF ها از دیدگاه خبرگان بازار سرمایه، سیاست‌گذاران و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌ها کدامند؟ ۲. روابط علی و سلسله‌مراتبی بین راهبردهای شناسایی شده چگونه است؟ کدام راهبردها در سطوح پایه (بنیادین) و کدام در سطوح بالاتر قرار می‌گیرند؟ ۳. روابط علی بین راهبردهای کلیدی (استخراج شده از ISM) از نظر آماری معنادار هستند؟

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF) محصولات قابل معامله در بورس هستند که به دنبال ردیابی یک شاخص پایه هستند و در ۲۰ سال گذشته رشد استثنایی را تجربه کرده‌اند. به

1. Wilman San Marino

2. Marta & Riva

گزارش ETFGI، تا سپتامبر ۲۰۲۴، ۱۱۲۴۷ تعداد ETF در سراسر جهان معامله شده‌اند که در مجموع ۱۴,۳ تریلیون دلار دارایی تحت مدیریت (AuM) را شامل می‌شود (مارتا و ریوا، ۲۰۲۵). نقدشوندگی سهام با مالکیت ETF افزایش می‌یابد، درحالی که جذب سهامداران را تسهیل می‌کند. این صندوق‌ها مشکلات مالی شرکت را کاهش داده و مدیران را به تمرکز بیشتر بر سرمایه گذاری سوق می‌دهند اما ممکن است مدیران سرمایه گذاری در پروژه‌های بلندمدت را برای افزایش سود کوتاه مدت کاهش دهند تا از این طریق سرمایه گذاران بیشتری را جذب کنند که در نهایت ممکن است بر عملکرد شرکت اثر منفی بگذارد (یوان و لیو^۱، ۲۰۲۳). برخی از کشورها در فرآیند خصوصی سازی از صندوق‌های سرمایه گذاری استفاده کردند، برای نمونه چین در فرآیند خصوصی سازی، انتقال از طریق مشارکت عمومی را به جای فروش یکجای شرکت‌های دولتی برگزید (لیو و همکاران، ۲۰۲۱). چین از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۵ در جریان خصوصی سازی، بیشترین میزان سرمایه گذاری در صندوق‌های سرمایه گذاری را نسبت به سایر کشورها در آسیا داشته است. با این وجود، تخصیص سرمایه در ورود به انواع مختلف صندوق‌های سرمایه گذاری در این کشور متعادل نبود و درصد سرمایه گذاری در بازار سهام از طریق ETFها ۷۲,۷ درصد را شامل می‌شد. صندوق‌های ETF طلا، پزشکی، امور مالی، انرژی و مصرف کنندگان، نمونه‌ای از این صندوق‌ها هستند (یانگ و همکاران، ۲۰۲۱). در سال ۲۰۲۱، ۱۴۳ شرکت چینی در زمره ۵۰۰ شرکت ثروتمند در دنیا درآمدند و از میان آن‌ها ۹۵ شرکت تحت مالکیت دولت بوده‌اند که مورد اصلاحات خصوصی سازی قرار گرفته بودند (پن و همکاران، ۲۰۲۲). همان‌طور که اصلاحات اقتصاد بازار چین در حال پیشرفت است، صنعت اوراق بهادار نقش مهمی در تخصیص بهینه منابع و مدیریت ثروت ایفا می‌کند و تغییر شکل سیستم اقتصادی چین را تسهیل می‌کند چراکه بازیگر اصلی در فرآیند خصوصی سازی است (جیاکی لیو^۲، ۲۰۲۲). اصلاحات استراتژیک مالی و حاکمیت شرکتی در چین نشان داد که بدون ورشکستگی‌های سریالی و فروپاشی بازار، با استفاده از ابزارهای مالی مستقل، مالکیت دولتی و هماهنگی اداری و از طریق مهندسی مالی به رهبری دولت، هماهنگی سیاست‌ها، هم‌افزایی بین نهادی و تسلط کامل بر اهرم‌های کلان مالی می‌توان به اصلاحات اقتصادی موفق دست یافت (بورلاماکی^۳، ۲۰۲۵).

1. Yuan & Liu
2. Jiaqi Lyu
3. Burlamaqui

در ادامه پیشینه مطالعاتی پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است.

علیلو و همکاران (۱۴۰۲) عنوان می کنند که خصوصیسازی یکی از اهداف مهم سیاستیون است اما اتفاقات رخ داده در این حوزه در سالیان اخیر چندان خوشایند نبوده و نشان می دهد که بیشتر هدف ها در این حوزه محقق نشده. نقی پور نصیر آبادی و عالی پور (۱۴۰۰)، عنوان می کنند که فرآیند خصوصی سازی به بستر فسادزا تبدیل شده است درحالی که خصوصی سازی به خودی خود فسادزا نیست و آنچه باعث این معضل شده عدم نظارت و اجرای نادرست آن است. محمود جعفرپور (۱۴۰۰)، نیز عنوان می کند اقدامات پیش از واگذاری ازجمله بازسازی ساختاری، برنامه ریزی راهبردی و عملیاتی برای واگذاری، مقررات زدایی و حذف موانع تولید، انتخاب روش مناسب و فراگیر برای خصوصی سازی، تبلیغات و اطلاع رسانی وسیع و شفاف و همچنین نظارت مؤثر در خصوصی سازی کشور در مقایسه با سایر نمونه های موفق خصوصی سازی مورد توجه قرار نگرفته است. رستگاری و همکاران (۱۴۰۳)، بیان می دارند که سیاست گذاری در خصوصی سازی باید براساس رویکرد توسعه مشارکتی و اجتماع محور باشد تا منجر به رشد کیفیت زندگی و افزایش توانمندی جامعه و ذی نفعان شود. شریفی و همکاران (۱۴۰۳) بیان می دارند که استفاده از سبدگردان ها و صندوق های سرمایه گذاری منجر به جذب سرمایه گذاران با سواد مالی پایین و همینطور کنترل نوسانات بورس می شود و در این زمینه راهکارهای مرتبط با بازار سرمایه را ارتقای سطح سواد مالی سرمایه گذاران، افزایش شفافیت اطلاعاتی در بازار و تصمیم گیری ها، تقویت زیرساخت های فنی بازار، تشویق به سرمایه گذاری غیرمستقیم از طریق نهادهای مالی می دانند. تیلر و آلبرز (۲۰۲۴)، بیان می کنند که تأمین مالی از طریق ETF ها، به شکل دهی و حفظ مسیرهای توسعه، کمک می کنند و خصوصی سازی را تسهیل کرده و یک منبع تأمین مالی مناسب است. محمود سلطانو (۲۰۲۳)، به این موضوع اشاره دارد که برای رونق بورس در ازبکستان خصوصی سازی از طریق صندوق های سرمایه گذاری انجام شد و به منظور تشویق مردم به سرمایه گذاری از مشوق های مالیاتی و مشوق های مناسب در این زمینه استفاده شد. بوبکری و همکاران (۲۰۲۰)، بیان می کنند دولت ها می توانند در واگذاری عمومی، با ارائه دسترسی ترجیحی به اعتبارات، تخفیف مالیات، تضمین ضمنی و دیگر اشکال پشتیبانی مالی از واگذاری حمایت کرده و محدودیت بودجه را کاهش دهند و از این رو میزان نقدشوندگی سهام افزایش یابد. همچنین لازم است بخشی از سهام دولت حفظ شود و این امر نقدشوندگی سهام را افزایش می دهد. رابرت کاردینال و امانوئل بلوتی (۲۰۲۲)، معتقد هستند که دولت هایی که در

خصوصی سازی سهام کمتری را حفظ می کنند، بعید است که بر استراتژی های شرکت تأثیر بگذارند و لازم است مالکیت و مدیریت شرکت کامل واگذار شود حتی مالکیت حداقل سهام نیز ممکن است در خدمت منافع دولت قرار بگیرد. بارکت اوله (۲۰۲۱)، عنوان می کند که عملکرد شرکت های خصوصی با منشأ دولتی به علت مدیریت به شیوهی سنتی، ضعیف تر از شرکت های خصوصی است. کروز و ساکامانو^۱ (۲۰۲۴)، با اشاره به خصوصی سازی بوسیله صندوق های سرمایه گذاری در برزیل، برقراری روابط نزدیک تر با سرمایه گذاران خارجی از طریق سیاست های بازار آزاد و رقابت پذیری و همچنین افزایش مشارکت سرمایه گذاران در بازارهای مالی و شرکتی را عامل موفقیت این نوع خصوصی سازی در برزیل دانسته اند. هانگ و تیان^۲ (۲۰۲۵)، ارمغان برقراری ارتباط با سرمایه گذاران خارجی در فرآیند خصوصی سازی را تغییر فضای کلی حاکمیت شرکتی، ایده ها و دانش جدید و افزایش نوآوری شرکت های داخلی می دانند.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر در زمره پژوهش های آمیخته (کیفی- کمی) است و در سه فاز اصلی طراحی و اجرا شده است. جامعه آماری در این پژوهش شامل تمامی مدیران سطوح عالی سازمانی، مدیران مالی و حسابرسان، کارکنان و مدیران صندوق های سرمایه گذاری در بورس و خبرگان حوزه مالی هستند. به این ترتیب در فاز نخست، با استفاده از روش تحلیل مضمون، راهبردهای کلیدی مؤثر بر موفقیت فرآیند خصوصی سازی با بهره گیری از صندوق های قابل معامله در بورس شناسایی و استخراج شد. از این رو داده های پژوهش در بخش کیفی از طریق ۲۰ مصاحبه نیمه ساختاریافته با خبرگان بدست آمد. نمونه گیری به صورت هدفمند و با روش گلوله برفی انجام پذیرفت. تحلیل داده ها با استفاده از نرم افزار کیفی MAXQDA صورت گرفت و مضامین استخراج شده با در نظر گرفتن دیدگاه ذینفعان مختلف دسته بندی شدند. پایایی داده ها در این مرحله با استفاده از ضریب توافق هولستی سنجش شد. مقدار ضریب هولستی ۷۵ درصد توافق را نشان می دهد که پایایی و اعتبار بالایی کدگذاری ها را اثبات می کند.

1. Cruz & Sacomano

2. Huang & Tian

در فاز دوم، با استفاده از مدل سازی ساختاری تفسیری (ISM)، روابط داخلی پیچیده بین عوامل بررسی شد و روابط سلسله مراتبی و علی میان راهبردهای استخراج شده در فاز کیفی شناسایی و رتبه بندی شد. رویکرد ISM به عنوان ابزاری قدرتمند برای ساخت جامع شبکه ای از روابط و تعاملات بین ابعاد عمل می کند. نکته قابل توجه این است که طراحی ISM به عنوان یک تکنیک ارزشمند برای ارزیابی تأثیر پویای هر متغیر بر سایر متغیرها عمل می کند و یک چارچوب معماری فراگیر ارائه می دهد که به طور مؤثر مدلی را می سازد که روابط پیچیده بین متغیرها را در بر می گیرد (پاینده^۱ و همکاران، ۲۰۲۵). مطابق ISM در ابتدا لازم است ماتریس خودتعاملی ساختاری (SSLM) ایجاد گردد. به این ترتیب اگر معیار z منجر به معیار i شود مقدار A قرار می گیرد. اگر معیار i منجر به معیار z شود مقدار V قرار می گیرد. اگر رابطه بین z و i رابطه دو طرفه است مقدار X قرار می گیرد و اگر هیچ رابطه ای بین z و i نباشد آنگاه مقدار O قرار خواهد گرفت. در مرحله بعد باید ماتریس دسترسی اولیه ایجاد شود. بدین منظور لازم است قواعد زیر استفاده شود. اگر نماد در ماتریس خودتعاملی مقدار V بود باید آن خانه عدد ۱ بگیرد و خانه متناظر با آن عدد صفر را شامل شود. اگر نماد در ماتریس خودتعاملی مقدار A بود باید آن خانه عدد صفر بگیرد و خانه متناظر با آن عدد ۱ را شامل شود. اگر نماد در ماتریس خودتعاملی مقدار X بود باید آن خانه و خانه متناظر با آن هر دو عدد ۱ را شامل شوند. اگر نماد در ماتریس خودتعاملی مقدار O بود باید آن خانه و خانه متناظر با آن عدد صفر را شامل شوند. بعد از تشکیل ماتریس دسترسی اولیه به سراغ سنجش سازگاری درونی ماتریس رفته و بدین ترتیب از قاعده زیر پیروی می شود: اگر متغیر ۱ منجر به متغیر ۲ شود و متغیر ۲ منجر به متغیر ۳ شود آنگاه متغیر ۱ باید منجر به متغیر ۳ شود. اگر در ماتریس دسترسی این حالت برقرار نبود باید ماتریس اصلاح شود. بعد از اصلاح ماتریس دستیابی لازم است متغیرها تعیین سطح شوند و بدین منظور متغیرهای ورودی (تعداد ۱ ها در هر سطر) و متغیرهای خروجی (تعداد ۱ ها در هر ستون) مشخص می شود. با تعیین متغیرهای مشترک بین ورودی و خروجی ها، متغیر یا متغیرهایی در سطح بالاتر (سطح ۱) قرار می گیرند که مجموعه اشتراک با مجموعه خروجی برابر باشد. در هر دوره سطر و ستون های این متغیرها حذف می شود و فرآیند انتخاب سطح برای متغیرهای باقی مانده تکرار می گردد. بعد از تعیین سطح تمامی متغیرها لازم است مدل ساختاری تفسیری ارائه شود.

در فاز سوم، به منظور اعتبارسنجی مدل مفهومی و آزمون روابط علی بین راهبردها، از مدل سازی معادلات ساختاری (SEM) با رویکرد حداقل مربعات جزئی (PLS-SEM) استفاده گردید. این رویکرد به ویژه در شرایطی که حجم نمونه محدود است و داده ها از توزیع نرمال پیروی نمی کنند، عملکرد مناسبی دارد. جامعه آماری این بخش تمامی مدیران سطوح عالی سازمانی، مدیران مالی و حسابرسان، کارکنان و مدیران صندوق های سرمایه گذاری در بورس و خبرنگاران حوزه مالی هستند و حجم نمونه در این بخش با استفاده از نرم افزار G*Power، ۱۵۷ نفر تعیین شد. ابزار جمع آوری داده ها، پرسشنامه محقق ساخته مبتنی بر راهبردهای استخراج شده در فاز کیفی بود که پیش از اجرا، در میان ۳۰ نفر از اعضای جامعه آماری مورد پیش آزمون قرار گرفت. اعتبار پرسشنامه با محاسبه آلفای کرونباخ مورد سنجش قرار گرفت و مقدار آن ۰/۸۳ به دست آمد که نشان دهنده پایایی مطلوب ابزار است. داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار SmartPLS تحلیل شدند. آزمون های نرمالیتی (شیپرو-ویلک و کولموگروف-اسمیرنوف) نشان دادند که داده ها از توزیع نرمال تبعیت نمی کنند ($Sig < 0.05$)، بنابراین استفاده از روش PLS-SEM کاملاً توجیه پذیر بود. در نهایت، شاخص های برازش مدل از جمله ضریب تعیین (R^2)، شاخص پیش بینی پذیری (Q^2) و GOF برای ارزیابی کارایی و اعتبار مدل ساختاری مورد استفاده قرار گرفتند.

یافته های پژوهش

در مرحله کیفی بعد از بررسی هر مصاحبه مضامین مرتبط بدست آمد و با حذف مفاهیم مشترک و دسته بندی مفاهیم مرتبط، مضامین فرعی و اصلی مطابق جدول (۱)، استخراج شد.

جدول ۱. راهکارهای مرتبط با خصوصی سازی از طریق صندوق ها ETF

کد	مضامین اصلی	مضامین فرعی	منبع
۱C	امکان سنجی سیستمی	سنجش تأثیر اندازه شرکت در واگذاری	E۰۱, E۰۲, E۰۴, E۱۶
		سنجش میزان حساسیت شرکت در واگذاری	E۰۲, E۰۳, E۰۴, E۱۵, E۱۶, E۱۷
		سنجش ظرفیت بورس ایران برای عرضه ETF	E۰۱, E۰۶, E۱۲, E۱۸
۲C	طراحی و بررسی کارکرد نهاده صندوق های ETF	سنجش کارکرد صندوق های ETF	E۰۱, E۰۵
		سنجش کیفیت صندوق های ETF	E۰۱
		سنجش کمیت صندوق های ETF	E۰۱, E۱۸

کد	مضامین اصلی	مضامین فرعی	منبع
		تعیین شرکت‌های آماده عرضه در یک ETF	E۱۱, E۰۶
۳C	تقویت‌سازی بازار سرمایه و زیرساخت‌های بورسی	انتخاب مدیریت مجرب برای صندوق‌ها	E۰۱, E۰۵, E۰۶, E۰۸, E۱۲, E۱۴, E۱۸
		انتخاب بازارگردان مجرب	E۰۷, E۰۹
		توجه و تقویت بازار سرمایه و بورس	E۰۲, E۱۸
۴C	ترسیم فرآیند ساختارمند خصوصی‌سازی	انجام برنامه‌ریزی و زمان‌بندی برای واگذاری	E۰۴, E۰۶, E۱۱, E۱۷, E۱۸
		انتقال مدیریت و مالکیت سهام به‌طور کامل	E۰۱, E۰۲, E۰۳, E۰۵, E۰۶, E۱۶, E۱۷, E۱۸, E۱۹, E۲۰
		طی شدن مراحل قانونی در عرضه صندوق‌ها	E۰۸
		تنظیم قوانین و مقررات جهت تعیین مسئولیت‌ها و محدودیت‌ها	E۱۵
		نظارت دولت بعد از واگذاری شرکت	E۰۵, E۱۸
۵C	استفاده از تجارب بین‌المللی و بومی‌سازی الگو	بررسی تجارب کشورهای دیگر در زمینه خصوصی‌سازی	E۰۱, E۰۴, E۱۰
		بومی‌سازی شیوه واگذاری	E۰۴, E۱۰
۶C	جذب و مدیریت سهامدار استراتژیک	انتخاب سهامدار استراتژیک	E۰۵, E۱۷, E۲۰
		سنجش اهلیت سهامدار استراتژیک	E۰۵, E۱۷, E۲۰
		ایجاد مشوق‌هایی جهت تشویق به سرمایه‌گذاری	E۰۱, E۰۵
		تعیین شروط حسن اجرای کار برای سهامدار استراتژیک	E۰۵, E۱۹
۷C	آگاهی بخشی	حضور مشاور جهت آگاهی بخشی به سرمایه‌گذاران	E۱۳, E۱۷
		ارائه گزارشات شفاف به سرمایه‌گذاران	E۱۴, E۱۵, E۱۷
		آموزش عمومی سرمایه‌گذاری در بورس	E۰۶, E۰۸, E۱۴, E۱۵, E۱۷
۸C	آماده‌سازی و تقویت حکمرانی شرکتی	ایجاد واحدهای اداری جهت گزارشگری مالی به سرمایه‌گذاران	E۱۱, E۲۰
		برنامه‌ریزی در ارتباط با اداره شرکت بعد از واگذاری	E۰۴, E۱۹
		تعیین میزان شناوری سهام شرکت	E۰۱, E۰۶, E۱۱
		آموزش مدیران و کارمندان مطابق فرهنگ شرکت‌های خصوصی	E۱۶, E۱۱
۹C	سیاست‌گذاری کلان سیاست‌گذاری و بین‌المللی فرهنگی	ممانعت از ایجاد فساد (حذف و اصلاح ساختاری)	E۰۷, E۰۹
		ایجاد روابط اقتصادی سازنده ملی و بین‌المللی	E۰۷
		توجه به منفعت عمومی در مقابل سایر نتایج	E۱۵
		برقراری ارتباطات جهانی	E۰۷
۱۰C	مدیریت عرضه	تعیین مراحل واگذاری (یکباره - تدریجی)	E۱۹, E۲۰

کد	مضامین اصلی	مضامین فرعی	منبع
	و نحوه مصرف	تعیین میزان سهام واگذار شده در هر مرحله	E۱۹, E۰۳
	عایدی در واگذاری	برنامه ریزی جهت نحوه مصرف عایدی حاصل از واگذاری شرکت	E۱۶, E۰۹

در مرحله دوم از پژوهش از رویکرد ISM استفاده شد تا راهبردهای بدست آمده از فاز کیفی پژوهش طبقه‌بندی شوند. در این راستا در ابتدا ماتریس خودتعاملی ساختاری ایجاد می‌شود. بر اساس قواعد بیان شده ماتریس خودتعاملی مطابق جدول (۲) شکل گرفت.

جدول ۲. ماتریس خودتعاملی ساختاری

[illegible]

بعد از تشکیل ماتریس خودتعاملی لازم است ماتریس دستیابی اولیه براساس مقادیر عددی صفر و یک ایجاد شود. جدول (۳) این ماتریس را نشان می‌دهد.

جدول ۳. ماتریس دستیابی اولیه

[illegible]

	۱C	۲C	۳C	۴C	۵C	۶C	۷C	۸C	۹C	۱۰C
۶C	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۱	۱
۷C	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۱
۸C	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱
۹C	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۱
۱۰C	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱

در مرحله بعد با بررسی سازگاری درونی بین متغیرها مشخص شد ماتریس دستیابی نیازمند اصلاح ساختاری است و قواعد مرتبط با سازگاری درونی را رعایت نکرده بنابراین مقادیر مرتبط با این متغیرها مورد بازنگری و اصلاح قرار گرفت. در جدول (۴) مقادیری که با علامت ستاره مشخص شده مورد بازنگری و اصلاح قرار گرفته‌اند.

جدول ۴. ماتریس دستیابی اولیه سازگار شده

	۱C	۲C	۳C	۴C	۵C	۶C	۷C	۸C	۹C	۱۰C	نفوذ
۱C	۱	۱	۱	۱	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۹
۲C	۰	۱	۰	۱	۰	*۱	۱	۱	۱	۱	۷
۳C	۰	۱	۱	۱	۰	*۱	۱	۱	۱	۱	۸
۴C	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۶
۵C	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱۰
۶C	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۱	۱	۴
۷C	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۱	۲
۸C	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۴
۹C	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۱	۳
۱۰C	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱
وابستگی	۲	۴	۳	۵	۱	۶	۸	۷	۸	۱۰	

در نهایت ماتریس دستیابی سازگار شده ملاک تعیین سطح قرار خواهد گرفت و مجموعه ورودی (ستون‌ها با مقادیر ۱) و مجموعه خروجی (سطرها با مقادیر ۱) و مجموعه اشتراک بین ورودی‌ها و خروجی‌ها مشخص می‌گردد. جدول (۵) چگونگی انتخاب سطح ۱ را نشان می‌دهد

به طوری که همسانی بین مجموعه خروجی و مجموعه اشتراک منجر به انتخاب متغیر C^{۱۰} شده است. جدول (۶) نیز سطوح سایر متغیرها را نشان می دهد.

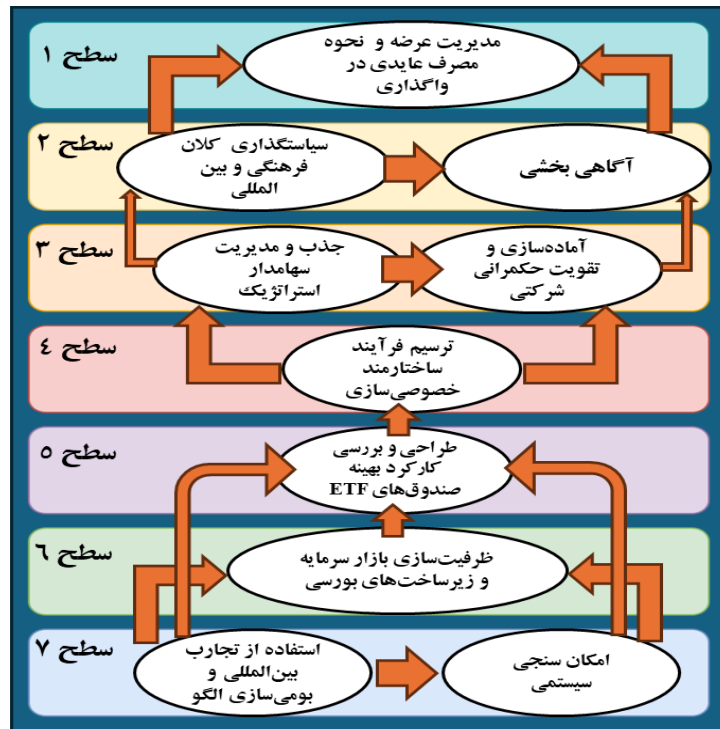
جدول ۵. تعیین سطح متغیرها (سطح ۱)

سطح	مشترک	خروجی	ورودی	عامل
	C ^۱ , C ^۵	C ^۱ , C ^۲ , C ^۳ , C ^۴ , C ^۶ , C ^۷ , C ^۸ , C ^۹ , C ^{۱۰}	C ^۱ , C ^۵	C ^۱
	C ^۲ , C ^۴	C ^۲ , C ^۴ , C ^۶ , C ^۷ , C ^۸ , C ^۹ , C ^{۱۰}	C ^۱ , C ^۲ , C ^۳ , C ^۵	C ^۲
	C ^۳	C ^۲ , C ^۳ , C ^۴ , C ^۶ , C ^۷ , C ^۸ , C ^۹ , C ^{۱۰}	C ^۱ , C ^۳ , C ^۵	C ^۳
	C ^۴	C ^۴ , C ^۶ , C ^۷ , C ^۸ , C ^۹ , C ^{۱۰}	C ^۱ , C ^۲ , C ^۳ , C ^۴ , C ^۵	C ^۴
	C ^۵	C ^۱ , C ^۲ , C ^۳ , C ^۴ , C ^۵ , C ^۶ , C ^۷ , C ^۸ , C ^۹ , C ^{۱۰}	C ^۵	C ^۵
	C ^۶	C ^۶ , C ^۸ , C ^۹ , C ^{۱۰}	C ^۱ , C ^۲ , C ^۳ , C ^۴ , C ^۵ , C ^۶	C ^۶
	C ^۷	C ^۷ , C ^{۱۰}	C ^۱ , C ^۲ , C ^۳ , C ^۴ , C ^۵ , C ^۶ , C ^۸ , C ^۹	C ^۷
	C ^۸	C ^۷ , C ^۸ , C ^۹ , C ^{۱۰}	C ^۱ , C ^۲ , C ^۳ , C ^۴ , C ^۵ , C ^۶ , C ^۸	C ^۸
	C ^۹	C ^۷ , C ^۹ , C ^{۱۰}	C ^۱ , C ^۲ , C ^۳ , C ^۴ , C ^۵ , C ^۶ , C ^۸ , C ^۹	C ^۹
۱	C ^{۱۰}	C ^{۱۰}	C ^۱ , C ^۲ , C ^۳ , C ^۴ , C ^۵ , C ^۶ , C ^۷ , C ^۸ , C ^۹ , C ^{۱۰}	C ^{۱۰}

جدول ۶. تعیین سطح متغیرها

عنوان عامل	عامل	سطح
مدیریت عرضه و نحوه مصرف عایدی در واگذاری	C ^{۱۰}	۱
آگاهی بخشی، سیاستگذاری کلان فرهنگی و بین المللی	C ^۷ , C ^۹	۲
آماده سازی و تقویت حکمرانی شرکتی، جذب و مدیریت سهامدار استراتژیک	C ^۸ , C ^۶	۳
ترسیم فرآیند ساختارمند خصوصی سازی	C ^۴	۴
طراحی و بررسی کارکرد بهینه صندوق های ETF	C ^۲	۵
ظرفیت سازی بازار سرمایه و زیرساخت های بورسی	C ^۳	۶
امکان سنجی سیستمی، استفاده از تجارب بین المللی و بومی سازی الگو	C ^{۱۰} , C ^۵	۷

به این ترتیب با تعیین سطوح هر راهبرد توالی و پیش‌نیازهای اجرای راهبردهای مناسب برای موفقیت خصوصی‌سازی بوسیله ETF مشخص می‌شود که نمودار (۱) توالی این راهبردها را از ابتدایی‌ترین راهبرد یعنی سطح ۷ تا بالاترین سطوح در سطح ۱ نشان داده‌است.



شکل (۱). نمودار ساختاری ISM

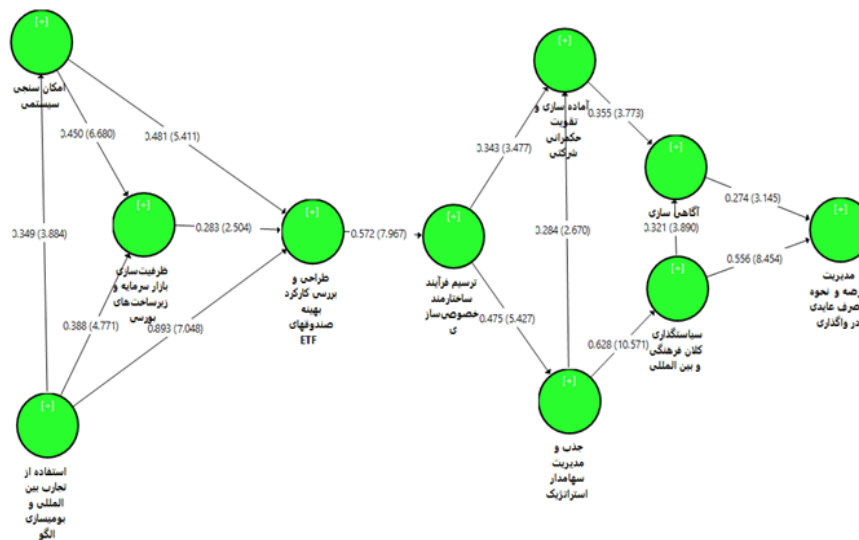
در مرحله سوم مطابق جدول (۷)، مدل اندازه‌گیری مرتبط با پژوهش، اعتبارسنجی شد و در تحلیل عاملی مرتبه اول همه بارهای عاملی مقادیر بین صفر تا ۱ را نشان می‌دهند و مقدار بالای ۰/۴ قابل توجیه و پذیرش است (هیر و الامر^۱، ۲۰۲۲) و مقادیر t-value برای متغیرهای غیرمشاهده‌گر بالای ۱/۹۶ است و معناداری روابط را تأیید می‌کند. در این پژوهش برای سنجش اعتبار مدل اندازه‌گیری از شاخص پایایی، روایی واگرا و روایی همگرا استفاده شد. جدول (۷)، نشان می‌دهد که مدل اندازه‌گیری روایی و پایایی لازم را دارد و اعتبار مدل مورد تأیید است.

جدول ۷. ضرایب معناداری و بار عاملی و شاخص های روایی و پایایی مدل اندازه گیری

آماده سازی و تقویت حکمرانی شرکتی ($\alpha = 0.754$, $AVE = 0.690$, $CR = 0.792$, $\rho = 0.767$)				
میزان شناوری سهام	برنامه ریزی اداره شرکت	آموزش مدیران و کارمندان	ایجاد واحدهای اداری	
0.575	0.772	0.719	0.718	بار عاملی
6/262	15/618	10/983	13/459	معناداری
آگاهی سازی ($\alpha = 0.814$, $AVE = 0.729$, $CR = 0.889$, $\rho = 0.818$)				
حضور مشاور	ارائه گزارشات شفاف به سرمایه گذاران	آموزش سرمایه گذاری		
0.852	0.869	0.840		بار عاملی
27/451	26/444	20/532		معناداری
استفاده از تجارب بین المللی و بومی سازی الگو ($\alpha = 0.884$, $AVE = 0.699$, $CR = 0.739$, $\rho = 0.742$)				
بومی سازی شیوه واگذاری	بررسی تجارب کشورهای دیگر			
0.576	0.931			بار عاملی
4/807	28/826			معناداری
امکان سنجی سیستمی ($\alpha = 0.758$, $AVE = 0.675$, $CR = 0.862$, $\rho = 0.760$)				
سنجش تأثیر اندازه شرکت	سنجش میزان حساسیت شرکت	سنجش ظرفیت بورس برای عرضه ETF		
0.809	0.859	0.794		بار عاملی
21/464	27/859	21/228		معناداری
ترسیم فرآیند ساختارمند خصوصی سازی ($\alpha = 0.784$, $AVE = 0.540$, $CR = 0.853$, $\rho = 0.797$)				
نظارت دولت بعد از واگذاری	تنظیم قوانین و مقررات	طی شدن مراحل قانونی	انتقال کامل مدیریت و مالکیت	انجام برنامه ریزی و زمان بندی
0.691	0.630	0.841	0.787	0.706
11/131	8/442	31/450	19/817	14/264
جذب و مدیریت سهامدار استراتژیک ($\alpha = 0.852$, $AVE = 0.691$, $CR = 0.899$, $\rho = 0.862$)				
تعیین شروط حسن اجرای کار	ایجاد مشوقها	سنجش اهلیت سهامدار استراتژیک	انتخاب سهامدار استراتژیک	
0.861	0.853	0.776	0.834	بار عاملی
32/330	29/108	17/009	24/108	معناداری
سیاستگذاری کلان فرهنگی و بین المللی ($\alpha = 0.810$, $AVE = 0.639$, $CR = 0.876$, $\rho = 0.812$)				
برقراری ارتباطات جهانی	توجه به منفعت عمومی	ایجاد روابط اقتصادی سازنده	ممانعت از فساد	
0.758	0.843	0.850	0.740	بار عاملی
16/771	30/948	32/974	16/480	معناداری
طراحی و بررسی کارکرد بهینه ETF ($\alpha = 0.779$, $AVE = 0.604$, $CR = 0.858$, $\rho = 0.783$)				

آماده سازی و تقویت حکمرانی شرکتی ($\alpha = 0.54$ ، $\text{AVE} = 0.69$ ، $\text{CR} = 0.79$ ، $\text{rho} = 0.67$)				
میزان شناوری سهام	برنامه ریزی اداره شرکت	آموزش مدیران و کارمندان	ایجاد واحدهای اداری	
تعیین شرکت های آماده عرضه در پیک ETF	سنجش کارکرد ETF	ETF سنجش کیفیت	ETF سنجش کمیت	
0.706	0.756	0.827	0.812	بارعاملی
11/072	13/651	23/231	23/824	معدناداری
ظرفیت سازی بازار سرمایه و زیرساخت های بورسی ($\alpha = 0.68$ ، $\text{AVE} = 0.85$ ، $\text{CR} = 0.86$ ، $\text{rho} = 0.77$)				
انتخاب مدیریت معرج برای صندوق ها	انتخاب بازار گردان معرج	تقویت بازار سرمایه و بورس		
0.860	0.859	0.761	بارعاملی	
41/503	37/257	17/260	معدناداری	
مدیریت عرضه و نحوه مصرف عایدی در واگذاری ($\alpha = 0.71$ ، $\text{AVE} = 0.64$ ، $\text{CR} = 0.84$ ، $\text{rho} = 0.73$)				
برنامه ریزی جهت نحوه مصرف عایدی	تعیین مراحل واگذاری	تعیین میزان سهام واگذار شده		
0.650	0.852	0.881	بارعاملی	
8/565	33/441	43/806	معدناداری	
راهبردها ($\alpha = 0.94$ ، $\text{AVE} = 0.65$ ، $\text{CR} = 0.94$ ، $\text{rho} = 0.94$)				

ضرایب مسیر و معناداری بالای ۱/۹۶ در مدل ساختاری مطابق شکل (۲)، مورد تایید هستند.



شکل ۲.. اعتبارسنجی مدل ساختاری

به این ترتیب در جدول (۸)، اعتبار مدل ساختاری سنجش شد و مدل اعتبار لازم را دارد. مقدار R Square یا ۰/۵ تا ۰/۹۹ (پیترسون کی اوزیلی^۱، ۲۰۲۳) و مقدار Q² به ترتیب ۰/۰۲، ۰/۱۵ و ۰/۳۵ نشان دهنده سطوح ضعیف، متوسط و قوی مربوط بودن پیش بینی هستند (محمد اشرف فازی، ۲۰۲۲).

جدول ۸. ضریب تعیین و معیار تناسب پیش بین در مدل ساختاری

پیش بینی کننده	R Square Adjusted	R Square	
۰/۲۳۰	۰/۵۸۱	۰/۵۹۰	آماده سازی و تقویت حکمرانی شرکتی
۰/۲۱۷	۰/۵۱۸	۰/۵۲۷	آگاهی سازی
۰/۳۷۶	۰/۵۱۶	۰/۵۲۲	امکان سنجی سیستمی
۰/۳۶۱	۰/۶۲۳	۰/۶۲۸	ترسیم فرآیند ساختارمند خصوصی سازی
۰/۲۴۱	۰/۵۲۰	۰/۵۲۵	جذب و مدیریت سهامدار استراتژیک
۰/۳۵۴	۰/۵۹۰	۰/۵۹۴	سیاستگذاری کلان فرهنگی و بین المللی
۰/۳۶۰	۰/۵۳۱	۰/۵۴۰	طراحی و بررسی کارکرد بهینه صندوقهای ETF
۰/۳۶۳	۰/۶۶۸	۰/۶۷۵	ظرفیت سازی بازار سرمایه و زیرساخت های بورسی
۰/۳۸۵	۰/۵۲۲	۰/۵۲۸	مدیریت عرضه و نحوه مصرف عایدی در واگذاری
$GOF = \sqrt{\text{میانگین } R^2 * AVE} = ۰/۶۰۹$			

شاخص GOF در جدول (۸)، معرف اعتبار کلی مدل است و مقدار بالای ۰/۳ در آن بیانگر آن است که مدل داده ها را قوی توضیح داده است. در این پژوهش مقدار GOF برابر ۰/۶۰۹ است که نشان از اعتبار بالای مدل دارد.

بحث و نتیجه گیری

به منظور اجرای فرآیند خصوصی سازی به وسیله صندوق های ETF لازم است از راهبردهای مناسب استفاده شود. مطابق یافته ها در فاز تحلیل مضمون و ISM لازم است قبل از انجام هر کاری مطالعات اولیه انجام گیرد و اجرای آن طرح و برنامه براساس تجربیات کشورهای دیگر مورد بررسی و سنجش قرار گیرد و آن شیوه و طرح برای اجرای موفق لازم است، بومی سازی شود و بعد از آن فرآیند امکان سنجی طی شود و در این مورد باید به تأثیر اندازه شرکت در واگذاری،

میزان حساسیت شرکت، و ظرفیت بورس کشور برای عرضه ETF توجه کرد. همین‌طور لازم است سازمان بورس به انتخاب مدیریت و بازارگردان مجرب برای صندوق‌ها و تقویت و مناسب‌سازی بازار سرمایه و بورس توجه کند. طراحی و بررسی کارکرد بهینه ETF‌ها با بررسی کمیت، کیفیت و کارکرد صندوق‌های ETF و مشخص شدن شرکت‌هایی که قرار است در قالب یک صندوق عرضه شوند، در موفقیت اجرای این شیوه بسیار موثر است و لازم است در این زمینه از تجربیات کشورهای مختلف استفاده شود و ETF‌های مناسب کشور و جامعه هدف طراحی شود. دولت و سازمان خصوصی‌سازی که متولی اجرای این فرآیند است لازم است به برنامه‌ریزی و زمان‌بندی برای واگذاری شرکت برای انتقال مدیریت و مالکیت سهام به‌طور کامل، پرداخته و در این زمینه قوانین و مقررات لازم به منظور تعیین مسئولیت‌ها و محدودیت‌های عوامل مختلف را تنظیم کند. همچنین طی شدن مراحل قانونی در عرضه صندوق‌ها و نظارت دولت بعد از واگذاری شرکت از مهم‌ترین اقدامات در فرآیند واگذاری مردمی است. از طرفی برای حفظ و بهبود حاکمیت شرکتی لازم است یک سهامدار استراتژیک انتخاب شود که در این راستا باید به مواردی چون سنجش اهلیت سهامدار استراتژیک، ایجاد مشوق‌هایی برای تشویق به سرمایه‌گذاری و تعیین شروط حسن اجرای کار برای سهامدار استراتژیک توجه شود. شرکت موردنظر نیز لازم است با تعیین میزان شناوری سهام شرکت و مشخص شدن میزان سهام قابل‌واگذاری به مردم، همچنین با ایجاد واحدهای اداری مرتبط برای گزارشگری مالی به سرمایه‌گذاران، برنامه‌ریزی در ارتباط با اداره شرکت بعد از واگذاری و آموزش مدیران و کارمندان مطابق فرهنگ شرکت‌های خصوصی، شرایط اجرای مردمی‌سازی شرکت‌های دولتی را فراهم آورد و حاکمیت شرکتی بهبود یابد. در ابعاد کلان هم لازم است راهکارهایی چون حذف و اصلاح ساختاری جهت ممانعت از ایجاد فساد، ایجاد روابط اقتصادی سازنده در داخل و خارج از کشور و برقراری ارتباطات جهانی و توجه به منفعت عمومی در مقابل سایر نتایج اجرایی شوند. افزون بر آن لازم است مردم جامعه آگاهی و دانش کافی در این زمینه کسب نموده که در این راستا حضور مشاوران مالی برای آگاهی بخشی به سرمایه‌گذاران و آموزش عمومی سرمایه‌گذاری در بورس، لازم است اجرایی شود. همچنین ارائه گزارشات شفاف و قابل فهم برای عموم مردم توسط شرکت در آگاه‌سازی مردم و جلب اعتماد و حفظ مشارکت عمومی نقش مهمی دارد. رعایت تمامی این مراحل در نهایت منجر به مدیریت عرضه سهام و عایدی

حاصل از واگذاری شرکت‌ها دولتی به آحاد جامعه خواهد شد. این مدل نشان داد که خصوصی سازی مردمی به یک سلسله فرآیند منسجم و سازمان یافته جهت موفقیت نیاز دارد و عدم توجه به هر کدام از مراحل بنیادین در این فرآیند دستیابی به نتایج بهینه و مثبت این شیوه را با اختلال روبرو می کند.

یافته این پژوهش مبنی بر قرارگیری «امکان سنجی سیستمی» و «استفاده از تجارب بین المللی» در پایه ای ترین سطح مدل، به طور مستقیم از یافته های جعفرپور (۱۳۹۹) حمایت می کند که بر غفلت از اقدامات پیش از واگذاری» در ایران تأکید داشت. این نتیجه، لزوم توجه به مطالعات مقدماتی را که در تجربه موفق کشوری مانند چین که در پژوهش بورلاماکی (۲۰۲۵) نیز مشاهده می شود، پررنگ می کند. نتیجه این پژوهش در خصوص لزوم «انتقال کامل مدیریت و مالکیت» دیدگاه رابرت کاردینال و امانوئل بلوتی (۲۰۲۲) را تأیید می نماید که معتقدند حفظ حتی حداقل سهام توسط دولت می تواند در خدمت منافع سیاسی قرار گیرد و بر استراتژی های شرکت تأثیر بگذارد و این یافته ها بر خلاف بوبکری و همکاران (۲۰۲۰) است که به حفظ بخشی از سهام شرکت توسط دولت تأکید دارند و این عمل را عامل افزایش نقدشوندگی سهام می دانند. شناسایی راهبردهایی مانند «آگاهی بخشی»، «ایجاد مشوق ها» و «جذب سهامدار استراتژیک» در مدل حاضر، بیانگر تجربه عملی موفقیت آمیز کشورهایمانند ازبکستان سلطانوف (۲۰۲۳) و چین لیو و همکاران (۲۰۲۱)، و تیلر و آلبرز (۲۰۲۴)، رستگاری و همکاران (۱۴۰۳) در استفاده از مدل مشارکت عمومی و صندوق های سرمایه گذاری است. راهبرد «ظرفیت سازی بازار سرمایه و زیرساخت های بورسی» و «طراحی و بررسی کارکرد بهینه صندوق های ETF» که در سطوح میانی مدل قرار گرفتند، به طور مستقیم با یافته های شریفی و همکاران (۱۴۰۳) همخوانی دارد. آنان بر نقش نهادهای مالی در جذب سرمایه گذاران خرد، کنترل نوسانات و تسهیل خصوصی سازی تأکید کرده بودند. مدل حاضر نشان می دهد که این راهبردها، پل ارتباطی ضروری بین مبانی نظری (سطح بنیادین) و اجرای موفق (سطح نهایی) هستند. این پژوهش به روشنی تمایز قائل می شود بین «نظارت دولت پس از واگذاری» (به عنوان یک راهبرد ضروری) و «مدیریت مستقیم دولت». این نتیجه، شکاف بین دیدگاه هایی مانند کروز و ساکامانو (۲۰۲۴) که بر نقش دولت در برقراری روابط بین الملل و سیاست گذاری کلان تأکید دارند، و دیدگاه هایی مانند کاردینال و بلوتی (۲۰۲۲) که خواستار واگذاری کامل هستند، را پر می کند و تاییدی بر نتایج هانگ و تیان (۲۰۲۵) نیز است. مدل نشان می دهد که دولت باید مالکیت را

کاملاً واگذار کند اما در قالب «سیاست گذاری کلان» و «نظارت» یک نهاد حاکمیتی مؤثر باقی بماند. قرارگیری راهبرد «ممانعت از ایجاد فساد» در دل راهبرد کلان «سیاست گذاری کلان فرهنگی و بین المللی»، تأییدی علمی بر ادعای نقی پور نصیرآبادی و عالی پور (۱۴۰۰) است که خصوصی سازی به خودی خود فسادزا نیست، بلکه عدم نظارت و اجرای نادرست، بستر فساد را فراهم می آورد. مدل حاضر راهکار عملی برای خنثی سازی این تهدید ارائه می دهد.

مطابق با نتایج پژوهش پیشنهادهای سیاستی و کاربردی برای اجرای بهینه راهبردها به قرار زیر است:

۱. طراحی ETFهای هدفمند و بومی سازی شده: به جای الگوبرداری صرف از تجربیات بین المللی، باید ETFهایی طراحی شوند که با ویژگی های اقتصادی، فرهنگی و نهادی ایران هماهنگ باشند. صندوق های مالی باید نه به صورت عمومی، بلکه بر اساس استراتژی های بخشی و صنعتی طراحی شوند (مانند ETF انرژی، فناوری یا زیرساخت). این رویکرد ضمن افزایش جذابیت برای سرمایه گذاران تخصصی، امکان نظارت هدفمند و ارزیابی عملکرد را فراهم می کند. همچنین، تنوع دارایی های داخل هر صندوق باید به گونه ای باشد که ریسک سیستماتیک را کاهش دهد.
۲. تقویت زیرساخت های بازار سرمایه: توسعه اپلیکیشن اختصاصی تحت نظارت سازمان بورس که وضعیت دارایی های ETF، عملکرد شرکت های زیرمجموعه، گزارش های مالی ساده شده و اخبار مرتبط را به صورت بلادرنگ و شفاف ارائه دهد. همچنین، حضور بازارگردانان مجرب برای افزایش نقدشوندگی ETFها و استفاده از فناوری بلاک چین برای ثبت معاملات و مالکیت سهام در ETFها جهت افزایش شفافیت و کاهش هزینه های نظارتی ضرورت دارد.
۳. تقویت نظارت بر صندوق های مالی: ایجاد شورای نظارتی مستقل برای هر صندوق خصوصی سازی شامل نمایندگان سهامداران خرد، خبرگان بازار سرمایه و اعضای غیردولتی در کنار انتشار ماهانه گزارش عملکرد شرکت های زیرمجموعه ETF با استانداردهای گزارش دهی بین المللی منجر به تقویت نظارت و حکمرانی خواهد شد و اعتماد عمومی افزایش می یابد.
۴. انتقال کامل مالکیت و مدیریت: برای جلوگیری از دوگانگی در تصمیم گیری و حفظ استقلال شرکت های خصوصی شده، دولت باید از حفظ سهام کنترل خودداری کند و مدیریت کامل را به سهامداران استراتژیک و هیئت مدیره منتخب واگذار کند.

۵. پایش اثرات اجتماعی و اقتصادی: ایجاد سامانه‌ای برای اندازه‌گیری شاخص‌های اشتغال،

بهبود کیفیت خدمات و کاهش فساد در شرکت‌های خصوصی شده، با گزارش‌دهی

سالانه به مجلس و مردم؛

۶. آگاهی‌بخشی گسترده به عموم مردم: اجرای کمپین ملی آگاهی‌بخشی با همکاری

رسانه‌های ملی، شبکه‌های اجتماعی و موسسات آموزشی و مشاوران مالی برای آشنایی

مردم با مفهوم ETF، ریسک‌ها و مزایای سرمایه‌گذاری بلندمدت.

این پژوهش با محدودیت‌هایی نیز روبرو بود:

عدم بررسی اثرات بلندمدت خصوصی سازی از طریق ETF: پژوهش حاضر به دلیل ماهیت

مقطعی خود، قادر به ارزیابی پیامدهای بلندمدت خصوصی سازی (مانند تغییر در کارایی شرکت‌ها،

اشتغال، یا توزیع درآمد) نبوده است. این امر نیاز به مطالعات آینده را ضروری می‌سازد. داده‌های

کیفی این پژوهش از طریق مصاحبه با خبرگان ایرانی در حوزه بازار سرمایه، سیاست‌گذاری و

شرکت‌های دولتی جمع‌آوری شده است. بنابراین، یافته‌ها و مدل نهایی می‌تواند متأثر از شرایط

خاص اقتصادی، قوانین و بستر بازار سرمایه ایران باشد و تعمیم‌پذیری آن به دیگر کشورها نیازمند

بررسی و تعدیل با در نظر گرفتن زمینه بومی آن کشورها است.

به این ترتیب برای بررسی و مطالعه پژوهشگران آینده پیشنهاد می‌شود:

۱. تحلیل تطبیقی تجربیات خصوصی سازی از طریق ETF در کشورهایی مانند چین، برزیل

و ازبکستان انجام شود.

۲. اثرات بلندمدت خصوصی سازی بر عملکرد مالی شرکت‌ها و شاخص‌های کلان

اقتصادی با روش‌های اقتصادسنجی مورد بررسی قرار گیرد.

۳. لازم است نقش فناوری‌های نوین (مانند بلاک چین) در افزایش شفافیت و

کارایی ETF‌های خصوصی سازی مطالعه شود.

References

- Aliloo, R; Najafbeigi, R; & Pilevari, N. (2024). Privatization enhancement model in Iranian state-owned companies using institutional theory (Case study: Rubber manufacturing companies). *Iran Rubber Magazine*, 28 (111), 3–23. <https://doi.org/10.22034/irm.2024.389747.1218>. (In Persian)
- Bashkhor, M. (2021). Investigation of privatization of state-owned shares through exchange-traded funds (ETF). *Scientific Monthly Journal "Economic Security"*, 8(10), 63–78. (In Persian). <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.17354188.1399.8.10.7.0>.
- Boubakri, N; Chen, R; El Ghouli, S; Guedhami, O; & Nash, R. (2020). State ownership and stock liquidity: Evidence from privatization. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101763. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101763>.
- Burkxonidinovna, N. N. (2025). FOREIGN EXPERIENCE OF STOCK MARKET DEVELOPMENT, AND POSSIBILITIES FOR USING IT IN DEVELOPING THE UZBEKISTAN STOCK MARKET. *PEDAGOGS*, 75(1), 179-184. <https://scientific-jl.com/ped/article/view/1798>
- Burlamaqui, L. (2025). Financial fragility without financial instability. Reform in the Chinese banking system: Zhu Rongji's and its aftermath (No. 1086). Working Paper. <https://hdl.handle.net/10419/324848>.
- Cardinale, R. & Belotti, E. (2022). The rise of the shareholding state in Italy: A policy-oriented strategist or simply a shareholder? *Evidence from the energy and banking sectors' privatizations, Structural Change and Economic Dynamics*, Volume 62, Pages 52-60. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2022.03.014>
- Cruz, W. V. G. D; & Sacomano, M. (2024). Corporate Financialization in Brazil: The “Big Three” Blockholders and Horizontal Ownership. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 26(3), e20230240. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v26i03.4273>
- Deutschmann, J. W; Gars, J; Houde, J. F; Lipscomb, M; & Schechter, L. (2023). Privatization of public goods: Evidence from the sanitation sector in Senegal. *Journal of development economics*, 160, 102971. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2022.102971>.
- Fauzi, M. A. (2022). Partial Least Square Structural Equation Modelling (PLS-SEM) in Knowledge Management Studies: Knowledge Sharing in Virtual Communities. *Knowledge Management & E-Learning*, 14(1), 103-124.

<https://doi.org/10.34105/j.kmel.2022.14.007>

Ghaderi, S. and Mohammadi, E. (2024). Investigating the Impact of Privatization on Social Welfare: Smooth Transition Regression Approach. *Economic Policies and Research*, 3(1), 32-61. (In Persian).

<https://doi.org/10.22034/jep.2024.141311.1122>

Gakhar, D.V. and Phukon, A. (2018), "From welfare to wealth creation: a review of the literature on privatization of state-owned enterprises", Vol. 31, No. 2, pp. 265-286, available at: <https://doi.org/10.1108/IJPSM-03-2017-0096>.

Hair, J; & Alamer, A. (2022). Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) in second language and education research: Guidelines using an applied example. *Research Methods in Applied Linguistics*, 1(3), 100027.

<https://doi.org/10.1016/j.rmal.2022.100027>

Hu, J; Zhao, X; & Wu, D. (2023). A Study on the Privatization Decisions of China Concepts Stock Based on the Tax Shield Effect. *Journal of Systems Science and Systems Engineering*, 32(5), 623-640.

<https://doi.org/10.1007/s11518-023-5571-y>.

Huang, Z; & Tian, X. (2025). Corporate governance and innovation: A survey of Chinese evidence. In *Research Handbook on Corporate Governance in China* (pp. 421-437). <https://doi.org/10.4337/9781035312610.00030>

Jafarpoor, M. (2021). Investigating the Differences and Commonalities of Privatization in Iran and Selected Countries. *Commercial Surveys*, 19(107), 39-62. (In Persian). <https://doi.org/10.22034/bs.2021.246801>

Liu a, J; Wang b, ZH; & Zhu, W. (2021). Does privatization reform alleviate ownership discrimination? Evidence from the Split-share structure reform in China. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101848.

<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101848>.

Lyu, J. (2022, December). Risk Management Analysis of Chinese Securities Companies Based on the 8.16 Incident of China Everbright Securities Company. In 2022 2nd International Conference on Business Administration and Data Science (BADS 2022) (pp. 1071-1080). Atlantis Press.

https://doi.org/10.2991/978-94-6463-102-9_112.

Marta, T; & Riva, F. (2025). Do ETFs increase the comovements of their underlying assets? Evidence from a switch in ETF replication technique. *Journal of Banking & Finance*, 170, 107333.

<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2024.107333>.

- Naghipournasirabady, A. and Alipour, H. (2022). Privatization in the face of corruption in Iran's economy; evaluation of the efficiency of preventive surveillance. *Encyclopedia of Economic Law Journal*, 29(21), 231-267. (In Persian)
doi: <https://doi.org/10.22067/economlaw.2022.73935.1113>.
- Ozili, P. K. (2023). The acceptable R-square in empirical modelling for social science research. In *Social research methodology and publishing results: A guide to non-native English speakers* (pp. 134-143). IGI global.
<https://doi.org/10.4018/978-1-6684-6859-3.ch009>
- Payandeh, R; Delbari, A; Fardad, F; Helmzadeh, J; Shafiee, S; & Ghatari, A. R. (2025). Unraveling the potential of blockchain technology in enhancing supply chain traceability: a systematic literature review and modeling with ISM. *Blockchain: Research and Applications*, 6(1), 100240.
<https://doi.org/10.1016/j.bcra.2024.100240>
- Pan, X; Cheng, W; & Gao, Y. (2022). The impact of privatization of state-owned enterprises on innovation in China: A tale of privatization degree. *Technovation*, 118, 102587.
<https://doi.org/10.1016/j.technovation.2022.102587>.
- Rastegari, S. , Baba'iefard, A. and Niazi, M. (2024). ; Understanding Beneficiaries' Experience of the Privatization Process in Iran. *Journal of Applied Sociology*, 35(2), 69-100. (In Persian)
doi: <https://doi.org/10.22108/jas.2024.140172.2458>
- Sharifi, Y; Tohidi, M. and Hamed, M. (2024). Identification and Prioritization of Solutions for Restoring Investors' Confidence in the Capital Market of the Islamic Republic of Iran. *Journal of Asset Management and Financing*, 12(3), 41-60. (In Persian). doi: <https://doi.org/10.22108/amf.2024.139517.1831>
- Sultanov, M. (2023). Features of Dividend Allocation and Taxation in Investment Funds of Uzbekistan. *Asian Journal of Technology & Management Research (AJTMR)* ISSN, 2249(0892), Vol12 Issue-02.
- Taylor, Z. J; & Aalbers, M. B. (2024). The restless urban landscape of housing financialization: geographies of residential real estate investment trust expansion in Germany and the United States. *Urban Geography*, 45(10), 1822-1842. <https://doi.org/10.1080/02723638.2024.2337570>
- Ullah, B. (2021). Does innovation explain the performance gap between privatized and private firms? *Journal of Economics and Business*, 113, 105946.
doi:<https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2020.105946>.

- Wilman San Marino, A. S. (2021). Pengaruh Covid-19 Terhadap Pasar Modal di Indonesia. *Jurnal Perbankan dan Keuangan*.
<https://doi.org/10.37058/banku.v2i2.3575>.
- Yang, T. Y; Hung, P. V; Chang, C. J; & Nguyen, N. P. (2021). THE INFLUENCES OF STOCK MARKET ON EXCHANGE-TRADED FUND UNDER THE THRESHOLD EFFECT OF MONETARY POLICY IN CHINA. *The Singapore Economic Review*, 1-21.
<https://doi.org/10.1142/S021759082150079X>.
- Yuan, Y; & Liu, Q. (2023). Does ETF Improve or Impede Firm ESG Performance? Evidence From China. Evidence From China.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4768967> .