



Financial Management Perspective

Journal homepage: <https://jfmp.sbu.ac.ir/>



Original Article

Identification and Validation of Barriers and Enabling Factors for Successful Implementation of Privatization through Exchange-Traded Funds (ETFs)

Azadeh Bahadoran Baghbadorani *

Hushang Shajari**

Taghi Torabi ***

Abstract

Introduction: Privatization of state-owned assets through Exchange-Traded Funds (ETFs) has emerged as a novel approach, attracting significant attention from numerous countries. This method is often regarded as a tool for democratizing the economy, enabling broader public participation in the privatization process. Implementing this approach can enhance capital market depth, stimulate stock market activity, and create favorable conditions for economic development and social welfare. The primary objective of this study is to identify the critical barriers and enabling conditions necessary for the successful implementation of this privatization model. While various methods can be employed in the privatization process, leveraging the capacity of stock exchanges and their financial instruments particularly ETFs offers a modern and inclusive pathway. ETFs facilitate widespread public involvement in privatization and contribute to the dynamism of capital markets. However, given the relatively nascent nature of ETFs and their innovative application in privatization, it is essential to conduct a thorough examination of this instrument before its adoption at the national level. Successful implementation of this model requires the establishment of appropriate structural, legal, and operational frameworks and the removal of existing impediments. The researchers emphasize that although capital markets and modern financial tools such as ETFs hold

Received: 23 June 2025

Accepted: 15 September 2025

* Ph. D Student of Industrial Management Majoring in Finance, Faculty of Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

** Visiting Professor, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran, and Associate Professor, Faculty of Management and Economics, Isfahan University, Isfahan, Iran. (**Corresponding Author**), Email: Hushangshajari@gmail.com.

*** Associate Professor, Department of Economics, Faculty of Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

substantial potential to transform privatization, desired outcomes may not be achieved without addressing associated challenges. Therefore, this paper aims to investigate these critical barriers and enablers to help fill a significant gap.

Method: The study employs a mixed-methods (qualitative-quantitative) research design. In the first phase, a qualitative approach using thematic analysis was applied. Semi-structured interviews were conducted with 20 experts from the fields of economics, finance, and capital markets to identify key barriers and facilitating factors. In the second phase, to validate and prioritize the qualitative findings, a fuzzy Delphi method was employed, and a structured questionnaire was distributed among 17 domain experts. This integrated approach significantly enhanced the credibility and reliability of the research outcomes.

Results and Discussion: The findings reveal that the most significant barrier to the successful implementation of ETF-based privatization is extensive governmental interference in the economy and capital markets. This interference manifests in various forms, including direct intervention in economic affairs, manipulation of stock prices, involvement in the management of privatized firms, and indirect influence through state-owned enterprises holding major stakes in ETFs factors that can undermine the operational independence of such funds. Additionally, low levels of investor knowledge and awareness increase perceived investment risk. Information asymmetry, earnings management practices, and insufficient financial literacy particularly among financial managers and fund administrators are also identified as major obstacles to the success of this model. Conversely, the findings indicate that establishing appropriate enabling conditions can have a substantial positive impact on the success of the ETF privatization model. Key enablers include: ease of trading ETFs, high diversification of asset portfolios, expertise and awareness of fund managers, sufficient capital inflow into funds, fund security, effective oversight by the stock exchange regulatory body, and high liquidity of ETFs.

Conclusion: The study emphasizes that the successful implementation of ETF-based privatization requires a comprehensive and systematic approach. This approach must encompass legal reforms to minimize unnecessary government intervention, the development of an investment-oriented culture through public education, enhanced transparency and independent oversight, and the training of specialized human capital in investment fund management. By precisely identifying critical barriers and success factors, this research represents a significant step toward evidence-based policymaking in the field of financial innovation and privatization.

Keywords: Stock Exchange; Thematic Analysis; Privatization; Fuzzy Delphi; Exchange-Traded Fund.

How to Cite: Mohammadiaghdam, S. , Peymany Foroushany, M. , Amiry, M. and bahrani, M. (2025). Predicting Iran's Yield Curve: Combining Factor Model with Machine Learning Approach. *Financial Management Perspective*, 15(2), 125-148. doi: 10.48308/jfmp.2025.241275.1524 (In Persian).





نوع مقاله: پژوهشی

شناسایی و اعتباریابی موانع و بسترهای اجرای موفق خصوصی سازی بوسیله - ی صندوق های قابل معامله در بورس (ETF)

آزاده بهادران باغبادرانی*

هوشنگ شجری**

تقی ترابی***

چکیده

هدف: خصوصی سازی دارایی های دولتی از طریق صندوق های قابل معامله در بورس به عنوان روشی نوین، توجه کشورهای بسیاری را به خود جلب کرده است و اغلب از آن به عنوان ابزار دموکراتیک سازی اقتصاد یاد می شود. به کارگیری این شیوه باعث افزایش عمق بازار سرمایه و رونق بورس خواهد شد و زمینه توسعه اقتصادی و رفاه اجتماعی را فراهم می نماید. هدف این پژوهش شناسایی موانع و بسترهای حیاتی در اجرای موفق این شیوه از خصوصی سازی است. در اجرای فرآیند خصوصی سازی امکان بهره مندی از شیوه های مختلف وجود دارد که از جمله ی آن می توان به ظرفیت بورس و ابزارهای مختلف آن اشاره نمود. صندوق های قابل معامله (ETF) به عنوان یکی از روش های نوین خصوصی سازی، امکان مشارکت عموم مردم در فرآیند خصوصی سازی را فراهم می آورند و به رونق بیشتر بازار سرمایه کمک می نماید. با این حال به علت نوظهور بودن صندوق های (ETF) و نوین بودن استفاده از آن در فرآیند خصوصی سازی، لازم است قبل از استفاده از این شیوه در کشور، این ابزار مورد مطالعه دقیق قرار گیرد؛ چراکه اجرای موفق این مدل مستلزم وجود بسترهای مناسب و رفع موانع ساختاری، قانونی و اجرایی است. پژوهشگران به این باورند که اگرچه بورس اوراق بهادار و ابزارهای مالی نوین مانند ETF پتانسیل بالایی برای تحول در فرآیند خصوصی سازی دارند، اما بدون رفع چالش های مرتبط، ممکن است نتایج مطلوب حاصل نشود؛ لذا این پژوهش به بررسی این موانع و بسترهای حیاتی می پردازد تا کمکی جهت پر کردن خلأ مطالعاتی در این زمینه باشد.

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۶/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۴/۰۲

* دانشجوی دکتری، مدیریت صنعتی گرایش مالی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

** استاد مدعو، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران و دانشیار، گروه اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. (نویسنده مسئول)

Email: Hushangshajari@gmail.com

*** دانشیار، گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

روش: روش تحقیق به صورت ترکیبی (کیفی-کمی) طراحی شده است. در مرحله اول، با استفاده از روش کیفی تحلیل مضمون و انجام مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته با ۲۰ تن از خبرگان حوزه اقتصاد، مالی و بورس، مجموعه‌ای از موانع و بسترهای کلیدی شناسایی شد. در مرحله دوم، به منظور اعتبارسنجی و اولویت‌بندی یافته‌های کیفی، از روش دلفی فازی و توزیع پرسشنامه میان ۱۷ خبره استفاده شد. این رویکرد ترکیبی به تقویت اعتبار نتایج و دستیابی به یافته‌های معتبر و قابل اتکا کمک شایانی کرد.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مهم‌ترین مانع در اجرای موفق خصوصی‌سازی از طریق صندوق‌های ETF، دست‌اندازی‌های گسترده دولت در اقتصاد و بازار سرمایه است. دخالت دولت به اشکال مختلف از جمله دخالت در اقتصاد، دخالت در قیمت سهام، دخالت در مدیریت شرکت‌های خصوصی شده، و همچنین حضور غیرمستقیم دولت از طریق سهامداری شرکت‌های دولتی در صندوق‌هاست که می‌تواند استقلال عملکردی صندوق‌ها را تضعیف کند. در کنار آن سطح دانش و آگاهی پایین سرمایه‌گذاران، ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش داده است. عدم تقارن اطلاعاتی، مدیریت سود، سطح پایین آگاهی و دانش مدیران مالی به‌ویژه در مورد بورس، مانع بزرگی بر سر راه موفقیت این مدل محسوب می‌شود. در مقابل، یافته‌ها بیانگر آن است که فراهم کردن بسترهای مناسب می‌تواند تأثیر بسزایی در موفقیت این مدل داشته باشد. ایجاد بسترهای مرتبط با صندوق‌های قابل معامله از جمله سهولت انجام معاملات با ETF، تنوع بالای ترکیب دارایی‌ها، دانش و آگاهی مدیران صندوق‌ها، حجم ورود سرمایه به صندوق‌ها، امنیت صندوق‌ها و نظارت سازمان بورس و قدرت نقدشوندگی بالا در صندوق‌های ETF در کاهش ریسک سرمایه‌گذاران و افزایش جذب سرمایه‌گذاران و موفقیت روش بیشترین اثر را دارد.

نتیجه‌گیری: پژوهش بر این نکته تأکید دارد که اجرای موفق مدل خصوصی‌سازی از طریق ETF مستلزم یک رویکرد جامع و نظام‌مند است. این رویکرد باید شامل اصلاحات قانونی برای کاهش دخالت‌های غیرضروری دولت، توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری و آموزش عمومی، تقویت شفافیت و نظارت مستقل، و همچنین تربیت نیروی متخصص در حوزه مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری باشد. این پژوهش با شناسایی دقیق موانع و بسترهای موفقیت، گامی مهم در جهت تدوین سیاست‌های آگاهانه و مبتنی بر شواهد در حوزه خصوصی‌سازی از طریق ابزارهای نوین مالی برداشته و به‌عنوان مرجعی مفید برای سیاست‌گذاران، نهادهای ناظر و پژوهشگران اقتصادی ارائه می‌شود.

کلیدواژه‌ها: بورس اوراق بهادار؛ تحلیل مضمون؛ خصوصی‌سازی؛ دلفی فازی؛ صندوق قابل معامله.

استناددهی: بهادران باغبادرانی، آزاده، شجری، هوشنگ و ترابی، تقی. (۱۴۰۴). شناسایی و اعتباریابی موانع و بسترهای اجرای موفق خصوصی‌سازی بوسیله‌ی صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF). چشم‌انداز مدیریت مالی، ۱۵(۲)، ۱۲۵-۱۴۸.



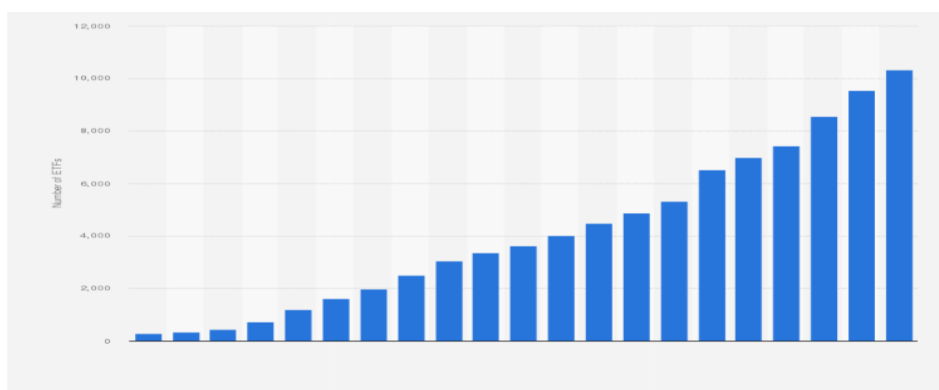
۱. مقدمه

کاهش مشارکت بخش دولتی در فعالیتهای اقتصادی، ارتقای رشد بخش خصوصی با انتقال ساختار مالکیت و کنترل مدیریت از بخش دولتی به بخش خصوصی و علاوه بر این، ایجاد محیط تجاری پویاتر و رقابتی‌تر از اهداف اقتصادی خصوصی‌سازی است. هدف از این تغییر سیاست، ایجاد فرصت‌هایی برای شکوفایی بنگاه‌های خصوصی و کمک به توسعه کلی اقتصاد است [۳۴]. مهم‌ترین انگیزه‌ای که باعث این حرکت گردیده است، عدم کارایی بخش دولتی در فعالیتهای اقتصادی بوده است؛ این در حالی است که کشورهای در حال توسعه بیشتر از کشورهای توسعه‌یافته به شرکت‌های دولتی متکی هستند [۲۵]. دولت‌ها بخش‌های حیاتی مانند انرژی، حمل‌ونقل و زیرساخت‌ها را کنترل می‌کنند. علاوه بر این، با تغییر بازارهای جهانی به سمت تأمین مالی پایدار، شرکت‌های دولتی به‌عنوان بازیگران کلیدی در دستیابی به اهداف بلندمدت پایداری ظاهر شده‌اند و نوآوری‌ها در سرمایه‌گذاری‌های پایدار و اصلاحات حاکمیتی را هدایت می‌کنند [۸]. خصوصی‌سازی تلاش مهمی برای افزایش کارایی و بهره‌وری شرکت‌های دولتی است [۱۳]. خصوصی‌سازی در مقیاس بزرگ می‌تواند بر اقتصاد ملی و منطقه‌ای تأثیر بگذارد و تغییراتی را ایجاد کند که به‌طور هم‌زمان بر کارگران، مشتریان، جوامع و همچنین رویه‌های مدیریتی و نظارتی تأثیر بگذارد. این تغییرات اغلب فراتر از بخش‌ها یا صنایعی است که مستقیماً توسط طرح‌های خصوصی‌سازی هدف قرار گرفته‌اند و بر بخش‌ها و حوزه‌های به‌ظاهر مجزای دیگر تأثیر می‌گذارند [۴]. ایده اصلی خصوصی‌سازی که یکی از مهم‌ترین تغییرات در ساختار بازار سرمایه محسوب می‌شود، فراهم کردن فضای رقابت، بهبود مکانیسم بازار و بهبود عملکرد مشاغل و کسب‌وکارهای خصوصی است. علاوه بر این، تئوری حقوق مالکیت، نظریه نمایندگی و نظریه انتخاب عمومی، همگی خصوصی‌سازی شرکت‌ها را توجیه کرده و بر ناکارآمدی شرکت‌های دولتی تأکید دارند [۱۴]. در اجرای فرآیند خصوصی‌سازی امکان بهره‌مندی از شیوه‌های مختلف وجود دارد که از جمله‌ی آن می‌توان به ظرفیت بورس و ابزارهای مختلف آن اشاره نمود. توسعه بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار، ریسک سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد و این شاخص نقش بسزایی در تولید ثروت و فعالیت اقتصادی خواهد داشت. یافته‌های پژوهش‌ها نشان می‌دهد که توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی در بلندمدت رابطه مثبت و معناداری دارند [۳۳]. در برخی موارد، مانند لهستان، مروجین خصوصی‌سازی به اشکالی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری تکیه کرده‌اند تا از دست دادن احتمالی حاکمیت شرکتی و سایر معایب ناشی از واگذاری سهام شرکت به عموم مردم از طریق بورس مانند کاهش دسترسی به سرمایه و مدیریت را حذف یا به حداقل کاهش دهند [۱۱]. صندوق‌های سرمایه‌گذاری نقش اساسی در تأمین مالی برای شرکت‌ها در بخش‌های مختلف ایفا می‌کنند و جریان سرمایه را برای تقویت عملیات تجاری، توسعه و نوآوری تسهیل می‌کنند. ثانیاً، این صندوق‌ها به‌عنوان مجرای اصلی عمل می‌کنند که از طریق آن میلیون‌ها سرمایه‌گذار در سراسر جهان پس‌اندازهای خود را به سمت دستیابی به اهداف مالی بلندمدت، چه برنامه‌ریزی بازنشتی، چه انباشت ثروت یا دستیابی به اهداف مالی خاص، هدایت می‌کنند [۲۲]. هدف اصلی در این پژوهش شناسایی و اعتباریابی موانع و بسترهای اجرای موفق خصوصی‌سازی به‌وسیله‌ی صندوق‌های قابل معامله در بورس است و اهداف فرعی در ذیل این موضوع شناسایی موانع ساختاری، فرهنگی، اقتصادی و اطلاعاتی و همین‌طور شناسایی بسترهای ضروری در ارتباط با صندوق‌های قابل معامله، بازار سرمایه، شرکت و سطوح کلان در مسیر خصوصی‌سازی ETF است. اکثر پژوهش‌های مرتبط در این زمینه بر تجارب بین‌المللی متمرکز بوده‌اند و کمتر به چالش‌ها و موانع نهادی، فرهنگی و ساختاری خصوصی‌سازی با ETF پرداخته‌اند و اکثر مطالعات نیز به مزایای مالی و نقدشوندگی این صندوق‌ها و به روش کمی توجه نموده‌اند. و عملاً پاسخ مناسبی به این سؤال نمی‌دهد که چرا باوجود پتانسیل بالای صندوق‌های ETF اجرای عملی آن در برخی بسترها با شکست یا نتایج ضعیف مواجه می‌شود؟ این در حالی است که پژوهش حاضر سعی دارد با یک رویکرد کیفی-کمی به بررسی موانع و بسترهای لازم برای اجرای موفق این مدل بپردازد

از این رو پژوهش به دنبال پاسخ به سؤالات زیر است: ۱- از دیدگاه خبرگان موانع حاکمیتی، ساختاری، فرهنگی اجرای خصوصی‌سازی مبتنی بر صندوق‌های قابل معامله کدامند؟ ۲- بسترهای مورد نیاز جهت موفقیت پایدار این مدل کدامند؟ ۳- اولویت و اهمیت هریک از این موانع و بسترها از منظر خبرگان به چه میزان است.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

صندوق‌های قابل معامله (ETF): ETFها طبق تعریف، مجموعه‌ای از اوراق بهادار هستند که وقتی باهم خریداری می‌شوند، تنوع بالایی را در طیف وسیعی از شاخص‌ها به سرمایه‌گذاران می‌دهند [۳۱]. آن‌ها برخی از ویژگی‌های صندوق‌های با سرمایه ثابت و باز را باهم ترکیب می‌کنند، به طوری که اولی در بورس اوراق بهادار معامله می‌شود، در حالی که دومی امکان ایجاد و باز خرید سهام را مطابق با سبد سرمایه‌گذاری اصلی از طریق شرکت کنندگان مجاز فراهم می‌کند. به دلیل ساختار و ویژگی‌های انعطاف‌پذیر، ETFها به تدریج بر صنعت مدیریت دارایی تسلط پیدا می‌کنند [۲۰]. مطابق با نمودار (۱)، بر اساس آمار منتشره توسط پایگاه اطلاعاتی استاتیستا^۱، تعداد صندوق‌های ETF در سراسر جهان نیز از ۲۷۶ در سال ۲۰۰۳ به ۱۰۳۱۹ در سال ۲۰۲۳ افزایش یافت [۳۲]. این در حالی است که مجموع تعداد این ابزارهای قابل معامله در بورس‌ها در سال ۲۰۰۵ میلادی تنها ۵۰۰ نمونه اعلام شده است و ارزش کل دارایی‌شان حدوداً ۴۳۰ میلیارد دلار بود [۳].



نمودار ۱. تعداد صندوق‌های قابل معامله در سراسر جهان منبع: [۳]

در بازارهای مدرن، دارایی‌های ETF مزیت معامله یک شاخص را در بازار اولیه و ثانویه ارائه می‌دهد [۹]. صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله سنتی به صورت غیرفعال مدیریت می‌شوند. آن‌ها یک شاخص را دنبال می‌کنند تا عملکرد یک بازار سهام گسترده‌تر یا یک بخش را تکرار کنند. در سال‌های اخیر، بازار ETFهای با مدیریت فعال به صورت تصاعدی رشد کرده است. در مقایسه با ETFهای غیرفعال، ETFهای فعال به سرمایه‌گذاران این پتانسیل را می‌دهند که بازده معیار را شکست دهند [۲۱]. مدیران ETF در قبال عملکرد ضعیف، مسئولیت بیشتری دارند، زیرا هر فعال بازار می‌تواند واحد صندوق را بفروشد و حتی بدون سرمایه‌گذاری اولیه در صندوق، در مقابل مدیر موضع بگیرد. مدیران این صندوق‌ها از عملکرد بالاتر و نظم و انضباط بیشتری برخوردار هستند و این کارایی سرمایه را تضمین می‌کند [۷]. با توجه به بحران مالی و ورشکستگی بانک‌های سرمایه‌گذاری بزرگ در سال ۲۰۰۸، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزتر شده‌اند و نیازمند شفاف‌تر، ارزان‌تر بودن و عملکرد بهتر دارایی‌های سرمایه‌گذاری هستند. همچنین، عملکرد ضعیف از سایر انواع صندوق‌ها و از طرفی مزایای ETF، یعنی هزینه کمتر، کارایی مالیاتی، شفافیت و هزینه‌های مدیریت پایین‌تر،

¹ STATISTA

ETF را به عنوان یک استراتژی سرمایه‌گذاری جذاب‌تر می‌کند [۳۶]. صندوق‌های قابل معامله به علت شفافیت بیشتر و نیاز به دانش کمتر سرمایه‌گذاری، مورد توجه سرمایه‌گذاران بوده‌اند [۵]، بسیاری از سرمایه‌گذاران، به علت نقدپذیرتر و کم‌هزینه‌تر بودن صندوق‌های قابل معامله، آن‌ها را جایگزین مناسبی برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌دانند [۱۶]. سهولت استفاده و هزینه پایین معاملات ETF [۳۱]، دسترسی به طبقات متنوعی از دارایی که قبلاً در دسترس نبود و توانایی بالا در محافظت در برابر ریسک نیز از مزایای استفاده از این صندوق‌ها است [۱۶].

خصوصی‌سازی: خصوصی‌سازی، انتقال شرکت‌های تحت حاکمیت یا مالکیت دولتی به بخش خصوصی است و معمولاً از طریق فروش این شرکت‌ها صورت می‌پذیرد [۲۶] و واگذاری مردمی یعنی توزیع رایگان یا یارانه‌ای دارایی‌های دولتی به شهروندان، از طریق کوپن‌ها یا ابزارهای معادل آن [۱۱] که چندین کشور از جمله کانادا و روسیه از این رویکرد استفاده کرده‌اند و جمهوری چک به‌ویژه برای آن شهرت دارد [۳۹]. تدوین سیاست‌های خصوصی‌سازی مؤثر و مبتنی بر شواهد، مستلزم درک کامل هزینه‌ها و مزایای مرتبط برای همه ذینفعان است. تا به امروز، مزایای خصوصی‌سازی، مانند افزایش حاکمیت شرکتی، بهره‌وری و عملکرد، به‌طور گسترده مستند شده است [۲۴].

تئوری‌های مبنا در پژوهش: نظریه پرتفوی که اولین بار توسط هری مارکوویتز (۱۹۵۲) معرفی شد عنوان می‌کند که برای کاهش ریسک سرمایه‌گذاران و دستیابی به بازده بالاتر باید پرتفوی متنوع باشد [۱۹]. ETF به علت متنوع‌سازی دارایی‌ها ریسک متفاوتی را نشان می‌دهد و بینش‌های ارزشمندی را برای تخصیص دارایی و مدیریت ریسک ارائه می‌دهد [۲۰]. نظریه بازار کارا نیز که اولین بار توسط فاما (۱۹۷۰) معرفی شد، بیان می‌کند که در یک وضعیت ایده آل، قیمت بازار یک دارایی منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است [۱۵]. بر این اساس یکی از بزرگ‌ترین مزایای ETF این است که آن‌ها اجازه می‌دهند تعداد زیادی سهام به شیوه‌ای مقرون به صرفه مبادله شود. این ویژگی اجازه می‌دهد تا اطلاعات (مانند اطلاعات صنعت یا اطلاعات سطح بازار) به سرعت در تمام اجزای ETF نفوذ کند. مبادلات ETF می‌تواند مکانیزم مؤثرتری برای ثبت اطلاعات سطح صنعت یا اطلاعات سطح بازار در هر منبع اطلاعاتی باشد. همچنین می‌توان از ETF برای جلوگیری از ریسک سیستماتیک و مبادلات اطلاعات ویژه استفاده کرد. این امر نشان می‌دهد که صندوق‌های قابل معامله، قیمت سهام اجزای تشکیل‌دهنده آن را کارآمدتر می‌کند [۶]. نظریه نمایندگی (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶) استدلال می‌کند که جدایی مالکیت و کنترل، تضادهای نمایندگی بین سهامداران اصلی و مدیران ایجاد می‌کند. مکانیسم‌های نظارتی ضعیف ممکن است منجر به فرصت‌طلبی مدیریتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکارآمد و مدیریت ضعیف جریان نقدی شود. در مقابل، مالکیت متمرکز، به‌ویژه توسط سرمایه‌گذاران نهادی یا سهامداران بزرگ، نظارت را افزایش داده و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و در نتیجه سودآوری و استفاده کارآمد از جریان‌های نقدی را بهبود می‌بخشد [۲۳]. اجرای مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی به کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران کمک می‌کند. شواهد روایی قابل توجهی از صنعت وجود دارد که نشان می‌دهد ETF‌ها، برای بهبود حاکمیت شرکتی شرکت‌های پرتفوی خود اقداماتی انجام می‌دهند. شرکت‌هایی که توسط ETF‌ها نگهداری می‌شوند، حاکمیت شرکتی بهتری دارند. مطابق با نظریه نمایندگی مدیریتی، تضاد نمایندگی کمتری بین مدیران و سهامداران در شرکت‌ها وجود خواهد داشت و این منجر به دسترسی ارزان‌تر به منابع مالی، استفاده بهتر از جریان نقدی آزاد و ... خواهد شد [۱۰].

در ادامه مروری بر پژوهش‌های پیشین مرتبط با موضوع پژوهش مطابق جدول (۱) انجام شده است.

جدول ۱. مطالعات داخلی و بین‌المللی مرتبط با موضوع

نوع متغیرها	شاخص مؤثر در صندوق ETF	متغیرهای مورد بررسی	هدف پژوهش	نوع پژوهش	پژوهشگران
بسترها	نقدشوندگی بالا، هزینه پایین، سهولت معاملات، امکان سرمایه‌گذاری با سرمایه کم	افزایش نقدشوندگی، کاهش هزینه‌ها، معاملات انعطاف‌پذیر و آسانه ورود پایین	بررسی تجربه خصوصی‌سازی به‌وسیله ETF در چین (صندوق‌های انرژی)	کیفی	شن ^۱ و همکاران (۲۰۲۵)
بسترها	دسترسی آسان، تنوع بالا، شفافیت بالا، پلتفرم نقدی	افزایش سهولت دسترسی سرمایه‌گذاران به ETF، افزایش تنوع سرمایه‌گذاری، شفافیت و پلتفرم‌های معاملات نقدی برای توسعه بازار سهام بسیار مفید هستند و با جذب سرمایه‌گذار بیشتر در افزایش عمق و نقدشوندگی بازار نقش مثبت دارد.	چرا منطقه شورای همکاری خلیج فارس یک فرصت سرمایه‌گذاری قانع‌کننده است؟	کیفی	کسام ^۲ و همکاران (۲۰۲۴)
بسترها	نقدشوندگی بالا	افزایش نقدشوندگی	آیا ETF عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد یا مانع آن می‌شود؟	کمی	یوان و لیو ^۳ (۲۰۲۳)
موانع	عدم تعهد به مدیریت فعال و تمرکز بر بازده کوتاه‌مدت	ترجیح سود کوتاه‌مدت به بلندمدت جهت جذب سرمایه‌گذاران که منجر به اثر منفی بر عملکرد شرکت می‌شود			
بسترها	مدیریت فعال، ارتباطات اجتماعی بالاتر	مدیران فعال در صندوق‌های ETF می‌توانند بازده بالاتری را نسبت به نمونه سنتی ایجاد کنند همچنین به علت ارتباط با رسانه‌های اجتماعی انعکاس اطلاعات در قیمت بهتر اتفاق می‌افتد.	چگونگی تأثیر رسانه‌ها اجتماعی بر مدیران و سرمایه‌گذاران ETF	کمی	شاو لیو ^۴ (۲۰۲۳)
موانع	وجود سهام دولتی غیرفعال عامل کاهش نقدشوندگی و کاهش استقلال مدیریت صندوق	دست‌کاری قیمت، افزایش نوسان در قیمت سهام که عمدتاً به علت سهام غیرقابل معامله که تحت مالکیت دولت بود، سیستم مالی ضعیف موانع اجرای موفق خصوصی‌سازی	بررسی باقی‌مانده مالکیت دولت در شرکت‌های خصوصی‌شده در چین	کمی	فنگ زی و همکاران (۲۰۱۹)
موانع	فقدان استقلال مدیریت صندوق و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران	مداخله دولت در بازار سرمایه و اظهارنظرهای غیرکارشناسی مسئولان دولتی موانع اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه هستند	شناسایی راهکارهای بازایی اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه در ایران	کیفی	شریفی و همکاران (۱۴۰۳)
بسترها	هزینه‌های پایین، نقدشوندگی بالا، سهولت معاملات، قیمت‌گذاری صحیح، مدیریت حرفه‌ای	هزینه کم، کارایی مالیاتی، نقدشوندگی، سهولت و هزینه پایین معامله، کارایی بالای صندوق‌ها که می‌توان به مدیریت حرفه‌ای این صندوق‌ها نسبت داد	بررسی معاملات بازخورد در صندوق‌های قابل معامله در بازار سرمایه ایران	کمی	شاعر عطار و میرزاپور باباجان (۱۴۰۲)

¹ Shen² Kassam³ Yuan & Liu⁴ Sha Liu

پناهی و همکاران (۱۴۰۰)	کیفی	پژوهش در مورد خصوصی سازی	مهم ترین عامل تأثیرگذار در روند خصوصی سازی را ساختار اقتصادی می- دانند. اصلاح ساختار اقتصادی کشور که به شدت تحت تأثیر وضعیت جهانی نفت، نوسانات نرخ ارز است (عوامل کلان) ، غلبه بخش های خصولتی بر سایر بخش ها (خطر خصولتی شدن) تقویت بازارهای مالی و پشتیبانی از آن ها (حمایت دولت)، امنیت سرمایه- گذاری	ریسک سیستماتیک	موانع
				حمایت نهادی، امنیت سرمایه گذاری	بسترها

۳. روش شناسی پژوهش

این پژوهش از یک رویکرد آمیخته بهره برده است؛ به گونه ای که در بخش کیفی از روش تحلیل مضمون که یک رویکرد تفسیرگرا و استقرایی است جهت تحلیل داده های کیفی حاصل از مصاحبه ی نیمه ساختاریافته با ۲۰ نفر از خبرگان مرتبط با موضوع پژوهش، بهره می برد و در بخش کمی جهت اعتبارسنجی یافته های بخش کیفی، از روش دلفی فازی که یک استراتژی پژوهشی برای رسیدن به اجماع خبرگان است استفاده می نماید.

در فاز اول پژوهش از روش تحلیل مضمون استفاده شد. تحلیل مضمون اساساً یک روش تحقیق کیفی است؛ که توسط چارچوب های نظری محققان هدایت می شود و درواقع یک ابزار تحقیقاتی انعطاف پذیر و مفید است که می تواند به طور بالقوه شرحی غنی و دقیق، اما پیچیده از داده ها ارائه دهد. این روش به ما امکان می دهد تا مضامین (متفاوت یا مشابه) را در داده های خود شناسایی، تحلیل و گزارش کنیم [۱۸]. نمونه انتخابی در این فاز بر اساس نمونه گیری نظری انجام شد و شامل ۲۰ نفر از خبرگان (EX)، مرتبط با زمینه پژوهش بود که بر اساس برخی شروط از جمله شرط تحصیلی، شرط پژوهشی و شرایط شغلی و سابقه شغلی انتخاب شدند؛ لذا فرآیند نمونه گیری هدفمند بوده است. همچنین جمع آوری داده ها در این فاز با کمک مصاحبه های نیمه ساختاریافته اجرا شد و مصاحبه ها تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافتند. جهت تجزیه و تحلیل داده های به دست آمده از نرم افزار MAXQDA استفاده شد. در این پژوهش جهت سنجش اعتبار و پایایی کدگذاری مصاحبه ها در بخش کیفی از روش هولستی استفاده شد. این روش به ویژه زمانی مفید است که کدگذاران تعداد کدهای متفاوتی اعمال کرده اند و نیاز به اندازه گیری دقیق تری از توافق وجود دارد [۱۲]. مقدار این ضریب در پژوهش حاضر ۰.۷۵ شده که مقدار قابل قبول است و پژوهش از پایایی لازم برخوردار است.

در فاز دوم پژوهش از رویکرد دلفی فازی چندمرحله ای جهت دستیابی به اجماع در ارتباط با مضامین استخراج شده از فاز کیفی استفاده شده است. جامعه آماری در بخش کمی شامل تمامی مدیران رده بالا و میانی شرکت های دولتی، مدیران مالی، محققان در حوزه مالی و اقتصاد، اساتید دانشگاهی در حوزه مالی، اقتصاد، حسابداری و حسابرسی، کلیه کارمندان بورس اوراق بهادار و کارگزاری ها، تمام سبدگردان ها و مدیران صندوق های سرمایه گذاری، مدیران و متولیان خصوصی سازی در کشور است. لذا جامعه از نوع نامحدود است. در بخش کمی، نمونه شامل ۱۷ نفر از خبرگان با دانش و با سابقه بود و جهت جمع آوری اطلاعات مورد نیاز پژوهش از ابزار پرسشنامه استفاده شد. روایی پژوهش در این بخش با شاخص CVI سنجش شد و از ۱۴ نفر از خبرگان که در نمونه گیری بخش کیفی حضور داشتند و با مفاهیم آماری آشنایی داشتند درخواست شد تا نظر خود را در مورد کیفیت مضامین به دست آمده عنوان نمایند. اگر مقدار عددی حاصل از ۰.۷ کوچک تر بود گویه رد می شود؛ اگر بین ۰.۷ تا ۰.۷۹ بود باید مورد بازبینی قرارگیری و اگر از ۰.۷۹ بزرگ تر بود

قابل قبول است [۲۷]. مقدار CVI مرتبط با موانع اجرای موفق خصوصی سازی به وسیله ی ETF، ۰.۹۲ و مقدار مرتبط با بسترهای اجرایی برابر ۰.۹۶ شده است. بدین ترتیب بعد از انجام روایی محتوایی از کدهای به دست آمده از مرحله کیفی، کدهایی که حدنصاب روایی محتوایی را کسب نموده بودند به عنوان معیار ایجاد پرسش مورد استفاده قرار گرفتند و پرسشنامه ای بر اساس طیف پنج تایی لیکرت طراحی شد. جهت سنجش پایایی پرسشنامه از معیار آلفای کرونباخ استفاده شد که این معیار برای پرسشنامه مرتبط با موانع اجرای مدل برابر با ۰.۹۶ و برای بسترها و عوامل تسهیلگر برابر با ۰.۹۱ شد که پایایی بالایی را نشان می دهد. همچنین در ارتباط با معیار پایایی در روش دلفی فازی از ضریب کندال استفاده شد. مقدار این ضریب در مرحله ی اول فازی برابر با ۰.۴۱۸ بود که نشان از عدم اجماع خبرگان داشت و به همین سبب دور بعدی دلفی فازی انجام شد و در این مرحله مقدار ضریب همبستگی کندال برابر با ۰.۸۲۵ شد که نشان از اجماع بالای خبرگان دارد و پایایی در این مرحله تأیید می شود.

۴. تحلیل داده ها و یافته ها

بعد از انجام مصاحبه ها به تحلیل آن ها به وسیله ی نرم افزار MAXQDA پرداخته شد و با کمک روش تحلیل مضمون، مضامین فرعی و سپس مضامین اصلی در ارتباط با موانع و بسترهای لازم در اجرای خصوصی سازی به وسیله ی صندوق های قابل معامله به دست آمد. جدول (۲) مضامین مرتبط با موانع اجرایی و جدول (۳)، مضامین مرتبط با بسترهای لازم جهت موانع اجرای موفق خصوصی سازی به وسیله ی ETF را نمایش داده اند. در ادامه و بر اساس ترتیب سؤالات پژوهش یافته های پژوهش ارائه می گردد.

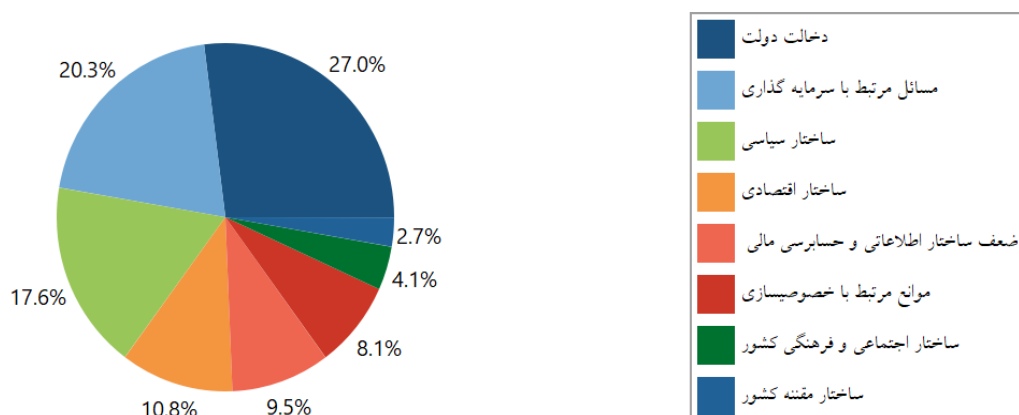
سؤال اول: از دیدگاه خبرگان موانع اجرای خصوصی سازی مبتنی بر صندوق های قابل معامله کدامند؟

جدول ۲. مضامین مرتبط با موانع اجرای موفق خصوصی سازی به وسیله ی ETF

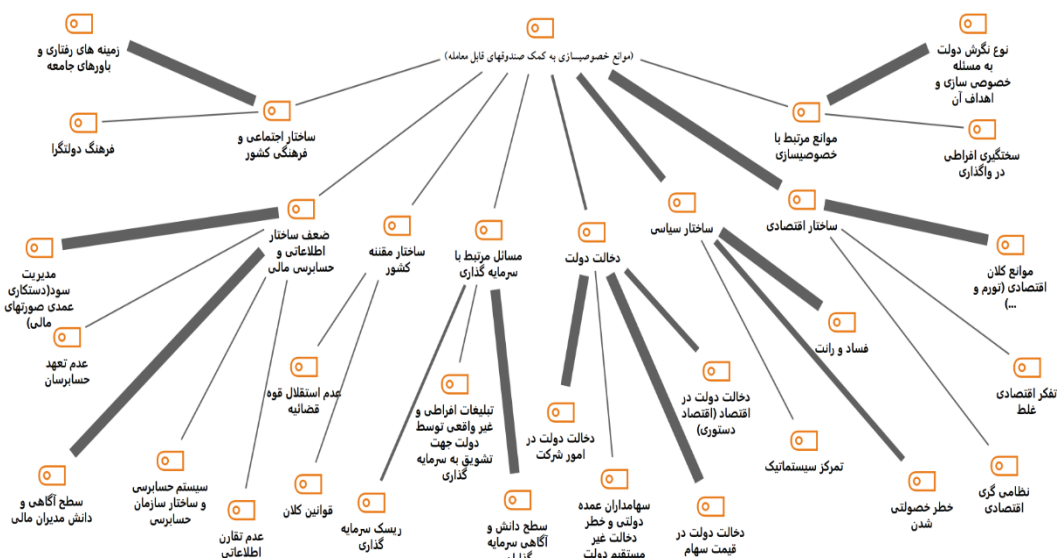
منابع	مضامین فرعی	مضامین اصلی
EX07	سهامداران عمده دولتی و خطر دخالت غیرمستقیم دولت	دخالت دولت
EX03,EX06,EX09,EX12,EX14,EX17,EX18	دخالت دولت در قیمت سهام	
EX05,EX07,EX09,EX14,EX15,EX16,EX19	دخالت دولت در امور شرکت	
EX03, EX07,EX09,EX17	دخالت دولت در اقتصاد (اقتصاد دستوری)	
EX07,EX10	تمرکز سیستماتیک (ساختار سیاسی کشور)	ساختار سیاسی
EX01,EX07,EX12,EX16,EX17	فساد و رانت	
EX01,EX07,EX17,EX20	خطر خصولتی شدن	
EX07,EX10,EX17	ساختار اقتصادی دولت محور	ساختار اقتصادی
EX10	تفکر اقتصادی غلط	
EX10	نظامیگری اقتصادی	
EX10,EX11,EX17	موانع کلان اقتصادی (تورم و ...)	
EX07	عدم تقارن اطلاعاتی (عدم دسترسی به اطلاعات یکسان برای همه افراد)	شفاف ساختار اطلاعاتی و حساسیتی مالی
EX07,EX15	مدیریت سود (دست کاری عمدی صورت های مالی)	
EX07,EX20	سطح آگاهی و دانش مدیران مالی	
EX07	سیستم حساسیتی و ساختار سازمان حساسیتی	
EX07	عدم تعهد حسابرسان	
EX02,EX15,EX18,EX19	ریسک سرمایه گذاری	

EX08,EX12	تبلیغات افراطی و غیرواقعی دولت جهت تشویق به سرمایه‌گذاری در بورس و صندوق‌های قابل معامله	مسائل مرتبط با سرمایه‌گذاری
EX02,EX08,EX11,EX12,EX13,EX14,EX15,EX17	سطح دانش و آگاهی سرمایه‌گذاران	
EX10	عدم استقلال قوه قضائیه	ساختار مقننه و قضائیه
EX10	قوانین کلان	کشور
EX01,EX09,EX10,EX16,EX17	نوع نگرش دولت به مسئله خصوصی‌سازی و اهداف آن	موانع مرتبط با خصوصی‌سازی
EX07	سختگیری افراطی در واگذاری	
EX07,EX10	زمینه‌های رفتاری و باورهای جامعه	ساختار اجتماعی و فرهنگی
EX16	فرهنگ دولت‌گرا	کشور

همان‌طور که جدول (۲) نشان می‌دهد موانع مختلفی در مسیر موفقیت مدل قرار دارد که بر اساس نمودار (۲)، مهم‌ترین مانع بر دستیابی به اهداف و پیامدهای مثبت و اجرای صحیح راهبردها در خصوصی‌سازی به‌وسیله صندوق‌های قابل معامله، دخالت دولت (۲۷٪) است؛ که مطابق شکل (۱)، زیر کدهای آن شامل دخالت دولت در اقتصاد، دخالت در قیمت سهام، دخالت در امور شرکت و همین‌طور دخالت غیرمستقیم دولت به‌وسیله انتخاب شرکت‌های دولتی به‌عنوان سهامداران عمده است که مواردی از نقش دولت در ممانعت از موفقیت این شیوه است. همچنین موانع و مسائل مرتبط با سرمایه‌گذاری با فراوانی (۳۰٪/۰۳) که مطابق شکل (۱)، زیر کدهای تبلیغات افراطی و غیرواقعی دولت جهت تشویق به سرمایه‌گذاری در بورس و صندوق‌های قابل معامله، سطح دانش و آگاهی سرمایه‌گذاران و ریسک سرمایه‌گذاری را شامل می‌شود مانع مهمی بر سر راه اجرای این شیوه می‌باشد. لازم به ذکر است در شکل (۱)، ضخامت خطوط معرف میزان فراوانی آن زیرشاخه نیز می‌باشد. ضخامت بیشتر خطوط اهمیت آن مضمون را تداعی می‌کند. به‌عنوان نمونه فساد و رانت موجود در ساختار سیاسی که خط ضخیم‌تری دارد بر اهمیت این مانع از نظر خبرگان دلالت دارد چراکه افزایش ریسک سرمایه‌گذاران و ایجاد عدم اطمینان مطابق با نظریه پرتفوی و همچنین ایجاد تعارض بر اساس نظریه نمایندگی منجر به کاهش کارایی بازار بر اساس نظریه بازار کارا، خواهد شد که موفقیت مدل را به خطر می‌اندازد.



نمودار ۲. درصد فراوانی موانع در خصوصی‌سازی به‌وسیله صندوق‌های قابل معامله

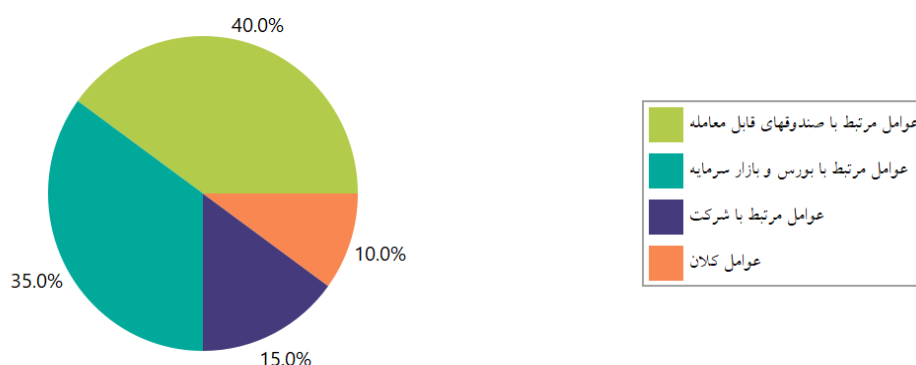


شکل ۱. زیر کدهای مرتبط با موانع اجرایی، خصوصاً سازی به وسیله صندوق‌های قابل معامله

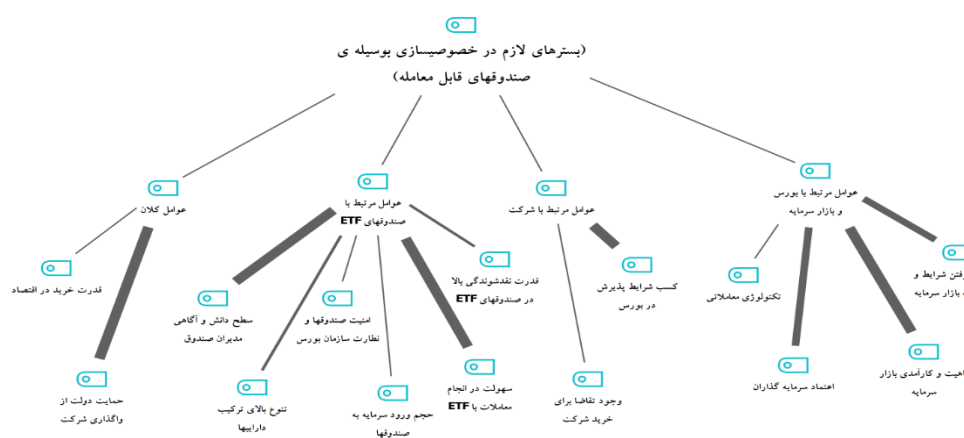
سؤال دوم: بسترهای مورد نیاز جهت موفقیت پایدار این مدل کدامند؟ در ادامه مضامین به دست آمده از تحلیل مصاحبه‌ها در ارتباط با بسترهای لازم جهت اجرای موفق خصوصی سازی به وسیله ی ETF در قالب جدول (۳) ارائه شده است. مطابق نمودار (۳)، بسترهای لازم و مرتبط با صندوق های ETF با فراوانی (۴۰٪) شامل سهولت معاملات در صندوق های قابل معامله، دانش و آگاهی مدیران صندوق ها و قدرت بالای نقدشوندگی آن ها؛ و همین طور عوامل مرتبط با بورس و بازار سرمایه (۳۵٪)، به عنوان مثال در نظر گرفتن شرایط بازار سرمایه هنگام عرضه صندوق، کارآمدی بازار سرمایه، جلب اعتماد سرمایه گذاران و سطح تکنولوژی (مطابق شکل ۲))، از اهمیت بالایی در موفقیت اجرای این شیوه برخوردار هستند. لازم به ذکر است در شکل (۲)، ضخامت خطوط معرف میزان فراوانی آن زیرشاخه نیز می باشد. ضخامت بیشتر خطوط اهمیت آن مضمون را تداعی می کند.

جدول ۳. مضامین مرتبط با بسترهای لازم جهت اجرای موفق خصوصی سازی به وسیله *ETF*

منابع	مضامین فرعی	مضامین اصلی
EX19,EX17,EX14,EX13,EX08	سهولت در انجام معاملات با ETF	ETF عوامل مرتبط با صندوق‌های
EX20,EX15	تنوع بالای ترکیب دارایی‌ها	
EX20,EX14,EX12,EX08,EX06	سطح دانش و آگاهی مدیران صندوق (مدیریت فعال، تخصص‌گرایانه و حرفه‌ای)	
EX12	حجم ورود سرمایه به صندوق‌ها	
EX15	امنیت صندوق‌ها و نظارت سازمان بورس	
EX20,EX15	قدرت نقدشوندگی بالا در صندوق‌های ETF	
EX18,EX17,EX12,EX02,EX01	ماهیت و کارآمدی بازار سرمایه	عوامل مرتبط با بورس و بازار سرمایه
EX12,EX06,EX05,EX01	در نظر گرفتن شرایط و اقتضائات بازار سرمایه	
EX14,EX13,EX08,EX06	اعتماد سرمایه‌گذاران	
EX12	تکنولوژی معاملاتی	
EX18,EX14,EX06,EX05,EX02	کسب شرایط پذیرش در بورس	عوامل مرتبط با شرکت
EX01	وجود تقاضا برای خرید شرکت	
EX01	قدرت خرید در اقتصاد	
EX18,EX06,EX05	حمایت دولت از واگذاری شرکت	عوامل کلان



نمودار ۳. درصد فراوانی بسترهای اجرایی در خصوصی‌سازی به‌وسیله‌ی صندوق‌های قابل معامله



شکل ۲. زیر کدهای مرتبط با بسترهای اجرایی خصوصی‌سازی به‌وسیله‌ی صندوق‌های قابل معامله

سؤال سوم: اولویت و اهمیت هریک از این موانع و بسترها از منظر خبرگان به چه میزان است؟ در بخش کمی پژوهش جهت سنجش اعتبار یافته‌های بخش کیفی از روش دلفی فازی استفاده شد. FDM ترکیبی از نظریه مجموعه فازی است که در تکنیک‌های سنتی دلفی به کار می‌رود. این تکنیک، یک روش اندازه‌گیری بهبودیافته و تغییر نام یافته بر اساس روش مرسوم دلفی است [۱]. نمونه منتخب در این بخش شامل ۱۷ نفر از خبرگان است، بسیاری از مطالعات ۱۵ تا ۲۰ نفر خبره را تعداد مناسبی برای نمونه در تکنیک دلفی فازی می‌دانند. جهت جمع‌آوری داده‌ها از پرسشنامه با طیف لیکرت پنج‌تایی استفاده شد. ۱۴ سؤال مرتبط با ۴ مؤلفه اصلی از بسترهای ضروری و ۲۵ سؤال برای ۸ مؤلفه اصلی از موانع اجرای خصوصی‌سازی به‌وسیله‌ی صندوق‌های قابل معامله، طراحی شد. در مرحله‌ی بعد لازم است متغیرهای زبانی را به عوامل فازی مثلی تبدیل کنیم. این فرآیند شامل تبدیل تمام عوامل مقیاس‌پذیر از اصطلاحات زبانی به یک سیستم فازی شماره‌گذاری سه وجهی، است که با مقادیر m_1 ، m_2 و m_3 مشخص می‌شود. در این زمینه، m_1 نشان‌دهنده حداقل مقدار، m_2 متناظر با میانگین و m_3 نشان‌دهنده حداکثر مقدار است [۲]. جدول (۴) اعداد فازی مثلی برای طیف لیکرت پنج‌تایی را نمایش می‌دهد.

جدول ۴. اعداد فازی مثلثی برای طیف لیکرت پنج‌تایی

متغیر کلامی	مقدار فازی	عدد فازی مثلثی
خیلی بی‌اهمیت (VL)	$\tilde{1}$	(۰، ۰/۲۵، ۰)
بی‌اهمیت (L)	$\tilde{2}$	(۰، ۰/۲۵، ۰/۵)
متوسط (M)	$\tilde{3}$	(۰/۲۵، ۰/۵، ۰/۷۵)
باهمیت (H)	$\tilde{4}$	(۰/۵، ۰/۷۵، ۱)
خیلی بااهمیت (VH)	$\tilde{5}$	(۰/۷۵، ۱، ۱)

در مرحله‌ی بعد لازم است میانگین‌های فازی را برای هر متغیر با مؤلفه در پژوهش محاسبه نماییم. همچنین لازم است اعداد فازی به‌دست‌آمده به مقادیر قطعی تبدیل شوند که به این عمل دیفازی گفته می‌شود. در این پژوهش برای به دست آمدن مقادیر قطعی مطابق تسای^۱ و همکارانش (۲۰۲۰) از روش مرکز ثقل مطابق رابطه (۱)، استفاده شد. از روش مرکز ثقل برای انجام عمل رده‌بندی وزن فازی $A_{ij} = (l_{ij}, m_{ij}, u_{ij})$ برای هر خبره جهت تبدیل آن به یک عدد مشخص به‌منظور رتبه‌بندی عدد فازی استفاده می‌شود [۳۵].

$$DF = \frac{(l_{ij} + m_{ij} + u_{ij})}{3} \quad (1)$$

جدول (۵)، میانگین فازی متغیرهای مرتبط با موانع و مقدار قطعی (میانگین دیفازی شده)، آن‌ها را نشان می‌دهد.

جدول ۵. میانگین فازی و مقدار قطعی گویه‌ها (موانع) در مرحله‌ی اول و دوم

مرحله‌ی دوم توزیع پرسشنامه				مؤلفه	مرحله‌ی اول توزیع پرسشنامه			
میانگین فازی			مقدار قطعی		میانگین فازی			مقدار قطعی
۰/۵	۰/۷۵	۰/۹۲	۰/۷۲	سهامداران عمده دولتی و خطر دخالت غیرمستقیم دولت	۰/۹	۰/۸	۰/۵	۰/۷۳
۰/۷۵	۱	۱	۰/۹۱	دخالت دولت در قیمت سهام	۱	۱	۰/۷۵	۰/۹۱
۰/۷۵	۱	۱	۰/۹۱	دخالت دولت در امور شرکت	۱	۱	۰/۷۵	۰/۹۱
۰/۷۳	۰/۹۸	۱	۰/۹	دخالت دولت در اقتصاد (اقتصاد دستوری)	۱	۰/۹۷	۰/۷۲	۰/۸۹
۰/۴۸	۰/۷۳	۰/۹۴	۰/۷۱	تمرکز سیستماتیک (ساختار سیاسی کشور)	۰/۹۱	۰/۷۶	۰/۴۲	۰/۶۹
۰/۴۴	۰/۶۹	۰/۹۲	۰/۶۸	فساد و رانت	۰/۹۲	۰/۷	۰/۴۵	۰/۶۹
۰/۴۴	۰/۵۸	۰/۸۸	۰/۶۳	خطر خصولتی شدن	۰/۸۹	۰/۷	۰/۴۵	۰/۶۸
۰/۷۲	۰/۹۷	۱	۰/۸۹	ساختار اقتصادی دولت‌محور	۱	۰/۹۷	۰/۷۲	۰/۸۹
۰/۶۷	۰/۹۲	۰/۹۷	۰/۸۵	تفکر اقتصادی غلط	۰/۸۶	۰/۷۹	۰/۶۷	۰/۷۷
۰/۴۸	۰/۷۳	۰/۸۹	۰/۷	نظام‌گیری اقتصادی	۰/۸۶	۰/۶۹	۰/۴۴	۰/۶۶
۰/۶۹	۰/۹۴	۰/۹۸	۰/۸۷	موانع کلان اقتصادی (تورم و ...)	۰/۹۸	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۸۷
۰/۶	۰/۸۶	۱	۰/۸۲	عدم تقارن اطلاعاتی (عدم دسترسی به اطلاعات یکسان برای همه افراد)	۱	۰/۸۶	۰/۶	۰/۸۲
۰/۵۴	۰/۸	۱	۰/۷۸	مدیریت سود (دست‌کاری عمدی صورت‌های مالی)	۱	۰/۸۲	۰/۵۷	۰/۷۹
۰/۶۶	۰/۹۱	۰/۹۵	۰/۸۴	سطح آگاهی و دانش مدیران مالی	۰/۹۲	۰/۸۶	۰/۶۱	۰/۷۹
۰/۲۸	۰/۵	۰/۷۳	۰/۵	سیستم حسابرسی و ساختار سازمان حسابرسی	۰/۶۳	۰/۶	۰/۳۵	۰/۵۲

¹ Tsai

۰/۵۳	۰/۷۵	۰/۵۴	۰/۳	عدم تعهد حسابرسان	۰/۸	۰/۶۶	۰/۴۱	۰/۶۲
۰/۸۱	۱	۰/۸۵	۰/۶	ریسک سرمایه‌گذاری	۱	۰/۸۹	۰/۶۴	۰/۸۴
۰/۸۴	۱	۰/۸۹	۰/۶۴	تبلیغات افراطی و غیرواقعی دولت جهت تشویق به سرمایه‌گذاری در صندوق‌های قابل معامله	۱	۰/۸۶	۰/۶۱	۰/۸۲
۰/۷۲	۰/۹۵	۰/۷۳	۰/۴۸	سطح دانش و آگاهی سرمایه‌گذاران	۰/۹۵	۰/۷۳	۰/۴۸	۰/۷۲
۰/۴۵	۰/۶۸	۰/۴۱	۰/۲۶	عدم استقلال قوه قضائیه	۰/۷۹	۰/۵۴	۰/۳	۰/۵۴
۰/۶۲	۰/۸	۰/۶۶	۰/۴۱	قوانین کلان	۰/۸۹	۰/۷	۰/۴۵	۰/۶۸
۰/۹۱	۱	۱	۰/۷۵	نوع نگرش دولت به مسئله خصوصی‌سازی و اهداف آن	۱	۱	۰/۷۵	۰/۹۱
۰/۶۳	۰/۸۸	۰/۵۸	۰/۴۳	سختگیری افراطی در واگذاری	۰/۸۸	۰/۷۳	۰/۴۵	۰/۶۸
۰/۸	۰/۹۳	۰/۸۶	۰/۶۲	زمینه‌های رفتاری و باورهای جامعه	۰/۹۸	۰/۷۷	۰/۵۲	۰/۷۵
۰/۸	۰/۹۵	۰/۸۶	۰/۵۸	فرهنگ دولت‌گرا	۱	۰/۸۲	۰/۵۷	۰/۷۹

میانگین فازی متغیرهای مرتبط با بسترهای اجرایی و مقدار قطعی (میانگین دیفازی شده)، آن‌ها در جدول (۶) نشان داده شده است.

جدول ۶. میانگین فازی و مقدار قطعی گویه‌ها (بسترها) در مرحله‌ی اول و دوم

مرحله‌ی دوم توزیع پرسشنامه				مؤلفه	مرحله‌ی اول توزیع پرسشنامه			
میانگین فازی			مقدار قطعی		میانگین فازی			مقدار قطعی
۰/۷۸	۰/۹۷	۰/۸۲	۰/۵۷	سهولت در انجام معاملات با ETF	۰/۹۲	۰/۷۳	۰/۴۸	۰/۷۱
۰/۷۹	۰.۹۲	۰/۸	۰/۶۷	تنوع بالای ترکیب دارایی‌ها	۰/۹۲	۰/۷۹	۰/۵۱	۰/۷۴
۰/۸	۱	۰/۸۳	۰/۵۸	سطح دانش و آگاهی مدیران صندوق	۱	۰/۸۳	۰/۵۸	۰/۸
۰/۸۲	۱	۰/۸۶	۰/۶۱	حجم ورود سرمایه به صندوق‌ها	۱	۰/۸۶	۰/۶۱	۰/۸۲
۰/۷۷	۰/۹۷	۰/۷۹	۰/۵۷	امنیت صندوق‌ها و نظارت سازمان بورس	۰/۹۷	۰/۷۹	۰/۵۴	۰/۷۶
۰/۷۳	۰/۹۲	۰/۷۶	۰/۵۱	قدرت نقدشوندگی بالا در ETF	۰/۹۱	۰/۷۲	۰/۴۷	۰/۷
۰/۷۲	۰/۹۵	۰/۷۳	۰/۴۸	ماهیت و کارآمدی بازار سرمایه	۰/۹۵	۰/۷۶	۰/۵۱	۰/۷۴
۰/۸	۰/۹۵	۰/۸۵	۰/۶	در نظر گرفتن شرایط بازار	۰/۹۵	۰/۷۹	۰/۵۷	۰/۷۷
۰/۸۱	۱	۰/۸۵	۰/۶	کسب اعتماد سرمایه‌گذاران	۱	۰/۸	۰/۵۵	۰/۷۸
۰/۸۵	۰/۹۷	۰/۹	۰/۶۶	تکنولوژی معاملاتی	۱	۰/۸۸	۰/۶۳	۰/۸۳
۰/۹۱	۱	۱	۰/۷۵	کسب شرایط پذیرش در بورس	۱	۱	۰/۷۵	۰/۹۱
۰/۸۱	۱	۰/۸۵	۰/۶	وجود تقاضا برای خرید شرکت	۱	۰/۸۹	۰/۶۴	۰/۸۴
۰/۷۲	۰/۹۱	۰/۷۵	۰/۵	قدرت خرید در اقتصاد	۰/۹۱	۰/۷۲	۰/۴۷	۰/۷
۰/۸۵	۱	۰/۹۱	۰/۶۶	حمایت دولت از واگذاری شرکت	۱	۰.۹۱	۰/۶۶	۰/۸۵

بعد از آنکه در هر دو مرحله از نظرسنجی مقادیر قطعی و دیفازی حاصل شد؛ لازم است اختلاف بین میانگین‌ها به دست آید تا از اجماع نظر خبرگان اطمینان حاصل شود. بدین منظور حد آستانه ۰.۱ ملاک پذیرش یا رد گویه‌ها قرار می‌گیرد. اختلاف بیشتر از ۰.۱ منجر به حذف گویه می‌شود. بر اساس جدول (۷) و (۸) اختلاف میانگین در هیچ کدام از گویه‌ها بیشتر از ۰.۱ نیست و هیچ مؤلفه‌ای حذف نمی‌شود.

جدول ۷. اختلاف میانگین در مرحله اول و مرحله دوم گویه‌ها (موانع)

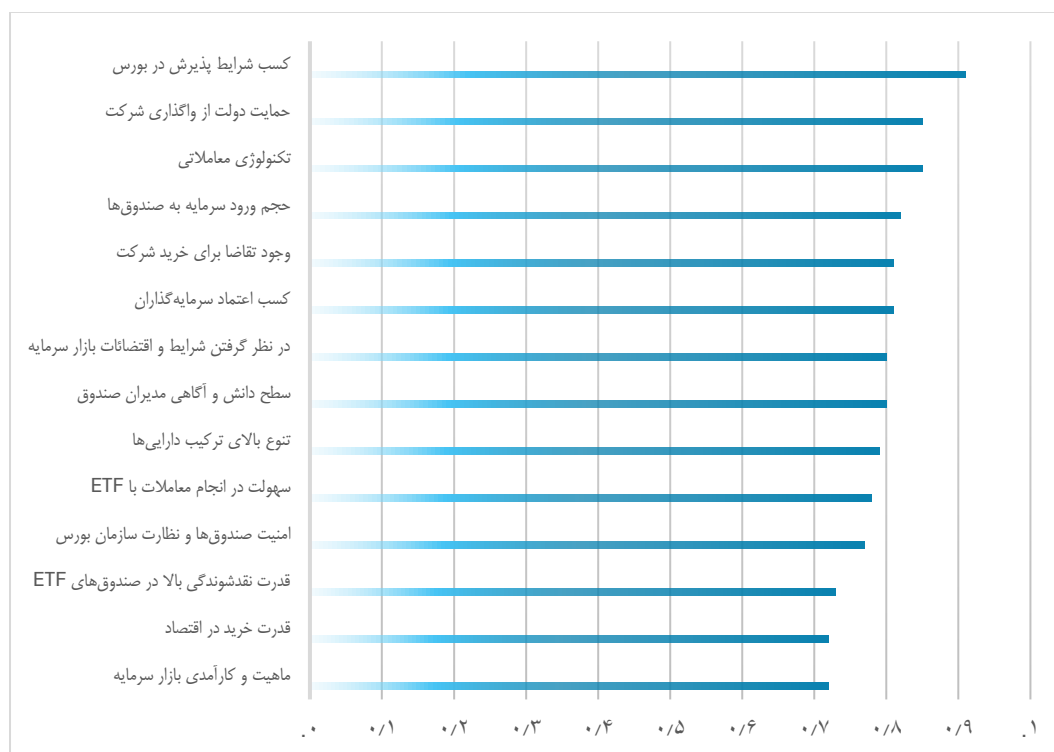
مؤلفه	میانگین مرحله ۱	میانگین مرحله ۲	اختلاف میانگین
سهامداران عمده دولتی و خطر دخالت غیرمستقیم دولت	۰/۷۳	۰/۷۲	۰/۰۱
دخالت دولت در قیمت سهام	۰/۹۱	۰/۹۱	۰/۰۰
دخالت دولت در امور شرکت	۰/۹۱	۰/۹۱	۰/۰۰
دخالت دولت در اقتصاد (اقتصاد دستوری)	۰/۸۹	۰/۹	۰/۰۱
تمرکز سیستماتیک (ساختار سیاسی کشور)	۰/۶۹	۰/۷۱	۰/۰۲
فساد و رانت	۰/۶۹	۰/۶۸	۰/۰۱
خطر خصولتی شدن	۰/۶۸	۰/۶۳	۰/۰۵
ساختار اقتصادی دولت‌محور	۰/۸۹	۰/۸۹	۰/۰۰
تفکر اقتصادی غلط	۰/۷۷	۰/۸۵	۰/۰۸
نظام‌گیری اقتصادی	۰/۶۶	۰/۷	۰/۰۴
موانع کلان اقتصادی (تورم و ...)	۰/۸۷	۰/۸۷	۰/۰۰
عدم تقارن اطلاعاتی (عدم دسترسی به اطلاعات یکسان برای همه افراد)	۰/۸۲	۰/۸۲	۰/۰۰
مدیریت سود (دست‌کاری عمدی صورت‌های مالی)	۰/۷۹	۰/۷۸	۰/۰۱
سطح آگاهی و دانش مدیران مالی	۰/۷۹	۰/۸۴	۰/۰۵
سیستم حسابداری و ساختار سازمان حسابداری	۰/۵۲	۰/۵	۰/۰۲
عدم تعهد حسابرسان	۰/۶۲	۰/۵۳	۰/۰۹
ریسک سرمایه‌گذاری	۰/۸۴	۰/۸۱	۰/۰۳
تبلیغات افراطی و غیرواقعی دولت جهت تشویق به سرمایه‌گذاری در ETF	۰/۸۲	۰/۸۴	۰/۰۲
سطح دانش و آگاهی سرمایه‌گذاران	۰/۷۲	۰/۷۲	۰/۰۰
عدم استقلال قوه قضائیه	۰/۵۴	۰/۴۵	۰/۰۹
قوانین کلان	۰/۶۸	۰/۶۲	۰/۰۶
نوع نگرش دولت به مسئله خصوصی‌سازی و اهداف آن	۰/۹۱	۰/۹۱	۰/۰۰
سخت‌گیری افراطی در واگذاری	۰/۶۸	۰/۶۳	۰/۰۵
زمینه‌های رفتاری و باورهای جامعه	۰/۷۵	۰/۸	۰/۰۵
فرهنگ دولت‌گرا	۰/۷۹	۰/۸	۰/۰۱

جدول ۸. اختلاف میانگین در مرحله اول و مرحله دوم گویه‌ها (بسترها)

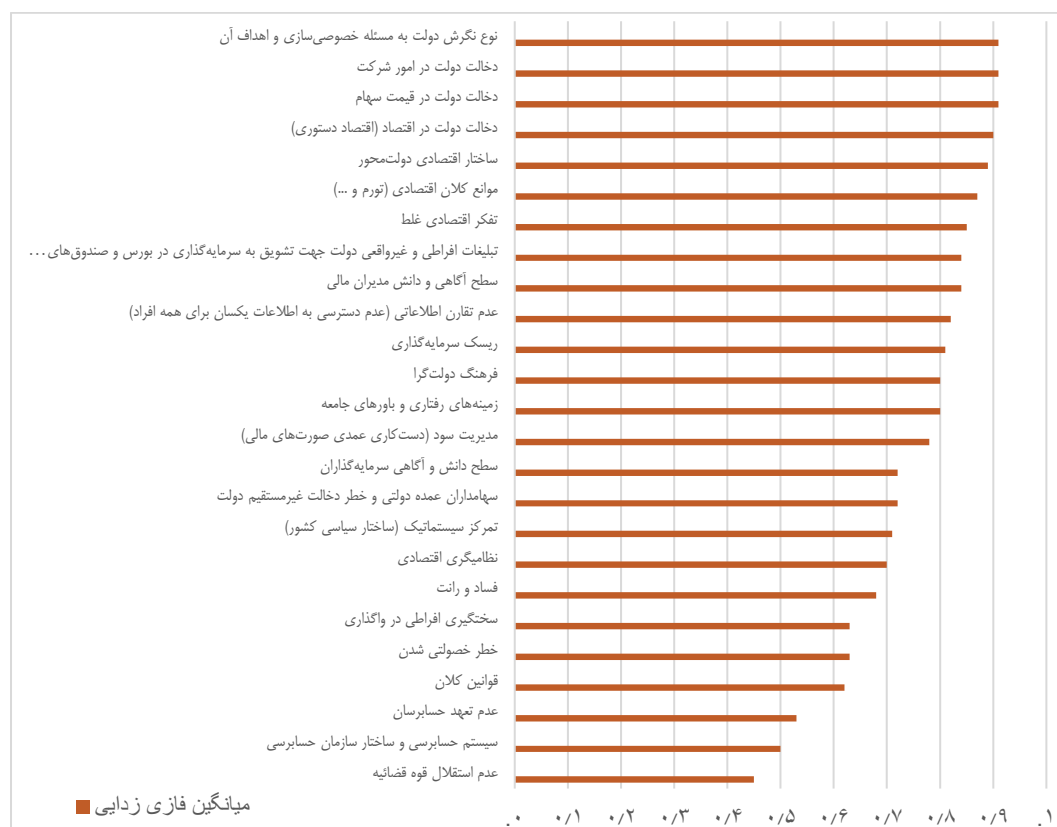
مؤلفه	میانگین مرحله ۱	میانگین مرحله ۲	اختلاف میانگین
سهولت در انجام معاملات با ETF	۰/۷۱	۰/۷۸	۰/۰۷
تنوع بالای ترکیب دارایی‌ها	۰/۷۴	۰/۷۹	۰/۰۵
سطح دانش و آگاهی مدیران صندوق	۰/۸	۰/۸	۰/۰۰
حجم ورود سرمایه به صندوق‌ها	۰/۸۲	۰/۸۲	۰/۰۰
امنیت صندوق‌ها و نظارت سازمان بورس	۰/۷۶	۰/۷۷	۰/۰۱
قدرت نقدشوندگی بالا در صندوق‌های ETF	۰/۷	۰/۷۳	۰/۰۳
ماهیت و کارآمدی بازار سرمایه	۰/۷۴	۰/۷۲	۰/۰۲
در نظر گرفتن شرایط و اقتضات بازار سرمایه	۰/۷۷	۰/۸	۰/۰۳
کسب اعتماد سرمایه‌گذاران	۰/۷۸	۰/۸۱	۰/۰۳
تکنولوژی معاملاتی	۰/۸۳	۰/۸۵	۰/۰۲
کسب شرایط پذیرش در بورس	۰/۹۱	۰/۹۱	۰/۰۰
وجود تقاضا برای خرید شرکت	۰/۸۴	۰/۸۱	۰/۰۳

۰/۰۲	۰/۷۲	۰/۷	قدرت خرید در اقتصاد
۰/۰۰	۰/۸۵	۰/۸۵	حمایت دولت از واگذاری شرکت

در انتها گویه‌ها مطابق نمودار (۴) و (۵) بر اساس مقدار میانگین دیفازی شده در مرحله‌ی دوم رتبه‌بندی می‌شود. مقادیر بالاتر میانگین دیفازی شده، اهمیت بیشتر آن مؤلفه را نشان می‌دهد.



نمودار ۴. رتبه‌بندی بسترهای اجرایی خصوصی‌سازی به وسیله‌ی صندوق‌های قابل معامله



نمودار ۵. رتبه‌بندی بسترهای اجرایی خصوصی‌سازی به‌وسیله‌ی صندوق‌های قابل معامله

۵. بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی پژوهش حاضر شناسایی و رتبه‌بندی موانع و بسترهای خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی به‌وسیله صندوق‌های قابل معامله (ETF) است؛ به‌گونه‌ای که ابعاد مختلف این پدیده موردبررسی قرار گیرد و درنهایت مدلی ارائه گردد که منافع تمام ذی‌نفعان ازجمله شرکت، دولت، جامعه و سازمان بورس اوراق بهادار را پوشش دهد. به همین جهت و بر اساس اهداف فرعی پژوهش، موانع اجرای موفق فرآیند خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی به‌وسیله‌ی صندوق‌های قابل معامله که دستیابی به پیامدهای مثبت این روش را با چالش مواجه می‌نماید، شناسایی شد. مطابق نمودار (۵) و همان‌گونه که شکل (۱) نشان می‌دهد؛ نگرش دولت به مسئله‌ی خصوصی‌سازی و دخالت دولت به اشکال مختلف ازجمله دخالت در اقتصاد، دخالت در قیمت سهام، دخالت در امور شرکت و همین‌طور دخالت غیرمستقیم دولت به‌وسیله انتخاب شرکت‌های دولتی به‌عنوان سهامداران عمده، مواردی از نقش دولت در ممانعت از موفقیت این شیوه است و مهم‌ترین مانع در این فرآیند محسوب می‌شود، چراکه در چارچوب نظریه نمایندگی این موانع تضاد منافع میان دولت و سهامداران را افزایش می‌دهد. از طرفی ساختار اقتصادی کشور و تفکر اقتصادی غلط حاکم بر کشور، همچنین نظام‌گیری اقتصادی و موانع کلان اقتصادی مانند تورم و ... مانع دیگری به‌حساب می‌آید علاوه در ساختار اجتماعی جامعه نیز زمینه‌های رفتاری و باورهای جامعه و فرهنگ دولت‌گرا مانع بزرگی بر سر راه موفقیت این مدل محسوب می‌شود. دراین‌بین دولت و سازمان خصوصی‌سازی نیز با سختگیری افراطی در واگذاری و نگرش نادرست و بهره‌جو به مسئله خصوصی‌سازی و اهداف آن و همین‌طور تبلیغات افراطی و غیرواقعی توسط دولت جهت تشویق مردم به سرمایه‌گذاری، سطح دانش و آگاهی پایین سرمایه‌گذاران، ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش داده و به مانعی در اجرای موفق این مدل مبدل گردیده است. عدم تقارن اطلاعاتی و عدم دسترسی همه افراد به اطلاعات، مدیریت سود

(دست‌کاری عمدی صورت‌های مالی) همچنین سطح پایین آگاهی و دانش مدیران مالی به‌ویژه در مورد بورس، سیستم حسابرسی و ساختار سازمان حسابرسی و عدم تعهد حسابرسان موانعی هستند که ضعف ساختار اطلاعاتی و حسابرسی مالی را تداعی می‌نمایند و مطابق تئوری بازار کارا کارایی ETFها را کاهش می‌دهد و مانع از انعکاس درست اطلاعات در قیمت‌ها می‌شوند. ساختار سیاسی کشور به علت تمرکز سیستماتیک، وجود فساد و رانت و خطر خصولتی شدن طی فرآیند خصوصی‌سازی، در کنار عدم استقلال قوه قضائیه در زمینه‌ی خصوصی‌سازی و قوانین دست و پاگیر و ضعیف در سطح کلان، نیز برخی دیگر از موانع مهم هستند که به‌عنوان مانعی بر دستیابی به نتایج مثبت اجرای بهینه‌ی خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی به‌وسیله صندوق‌های قابل معامله شناخته شده‌اند.

هدف بعدی پژوهش شناسایی شرایطی است که اجرای این شیوه را تسهیل نموده و لازم است برخی بسترها جهت موفقیت اجرای مدل موردنظر فراهم آید که در زیر به آن‌ها می‌پردازیم. مطابق نمودار (۴) شرکت لازم است با کسب شرایط پذیرش در بورس و ایجاد تقاضا برای خرید سهام شرکت در این مسیر کمک نماید. بر اساس شکل (۲)، شرایط مرتبط با صندوق‌های قابل معامله از جمله سهولت انجام معاملات با ETF، تنوع بالای ترکیب دارایی‌ها، دانش و آگاهی مدیران صندوق‌ها، حجم ورود سرمایه به صندوق‌ها، امنیت صندوق‌ها و نظارت سازمان بورس و قدرت نقدشوندگی بالا در صندوق‌های ETF در کاهش ریسک سرمایه‌گذاران و افزایش جذب سرمایه‌گذاران و موفقیت مدل بیشترین اثر را دارد. این یافته‌ها در هماهنگی با تئوری بازار کارا از فاما و همین‌طور تئوری پرتفوی هری مارکوویتز است. توجه به ساختار بورس و بازار سرمایه با در نظر گرفتن شرایط بازار سرمایه هنگام عرضه صندوق، کارآمدی بازار سرمایه، تلاش جهت جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و ارتقای سطح تکنولوژی مطابق با نظریه پرتفوی مدرن ریسک سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد و منجر به بازدهی بالاتر خواهد شد و تأثیر بسزایی در موفقیت مدل دارد. البته عوامل کلان همچون قدرت خرید در اقتصاد و حمایت دولت از فرآیند واگذاری شرکت نیز به‌عنوان نیروی محرکه‌ی اساسی عمل نموده که مطابق با نظریه نمایندگی تضاد منافع میان دولت به‌عنوان مالک شرکت‌ها و مردم به‌عنوان سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد و با ایجاد اعتماد در مردم جهت سرمایه‌گذاری بیشتر در ETFها به تقویت حاکمیت شرکتی کمک شایانی خواهد شد و به‌این ترتیب نتایج و پیامدهای مثبت‌تری از اجرای راهبردها در زمینه‌ی خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی به کمک صندوق‌های قابل معامله حاصل می‌گردد.

در مقایسه نتایج پژوهش حاضر با پژوهش‌های پیشین آنچه مشهود است برخلاف پژوهش‌های پیشین که اغلب تک‌بعدی و محدود هستند این پژوهش ذی‌نفعان گوناگون و عوامل مختلف ساختاری، حاکمیتی و نهادی و به‌طور کلی ماهیت سخت و نرم را در پژوهش هم‌زمان مورد توجه قرار داده‌است و توانسته دیدگاه نسبتاً جامع‌تری را ارائه نماید. همچنین در بعد روش پژوهش نیز رویکرد متفاوتی را اتخاذ نموده و با یک روش ترکیبی علاوه بر تعیین بسترها و موانع در مدل به اعتباریابی و طبقه‌بندی آن‌ها نیز پرداخته است که چنین رویکردی در هیچ‌یک از مطالعات مشاهده نشده است. جدول ۹، به مقایسه‌ی تفصیلی از نتایج پژوهش با مطالعات پیشین پرداخته است.

جدول ۹: مقایسه نتایج پژوهش با پژوهش‌های پیشین

پژوهشگران	شباهت با یافته‌های پژوهش حاضر	تفاوت با یافته‌های پژوهش حاضر
[30]	پژوهش حاضر در توافق با شن و همکاران بر ویژگی‌های ساختاری ETFها تمرکز داشته است.	پژوهش حاضر توجه به ابعاد دیگری چون تأثیر اعتماد سرمایه‌گذاران و حمایت دولت از این شیوه در خصوصی‌سازی را هم الزامی دانسته است.
[17]	پژوهش حاضر نیز در توافق با کسام و همکاران بر بسترهای لازم در ساختار ETF و بورس توجه داشته	پژوهش حاضر در کنار توجه به موانع خصوصی‌سازی از طریق ETF بر بسترهای ضروری مرتبط با شرکت و حاکمیت و معیارهای کلان مانند قدرت خرید نیز توجه نموده است.
[38]	پژوهش حاضر افزایش قدرت نقدشوندگی صندوق‌های ETF را به‌عنوان بستری مهم موردتوجه قرار داده است. همچنین در ارتباط با موانع موفقیت مدل به سرمایه‌گذاران مانند سطح دانش و همین‌طور اعتماد سرمایه‌گذاران توجه داشته.	این پژوهش برخلاف یوان و لیو به ویژگی‌های انگیزشی سرمایه‌گذاران توجه ننموده است اما به ابعاد غنی دیگری چون موانع اجتماعی و فرهنگی مانند فرهنگ دولت‌گرا در کنار دخالت دولت به عناوین گوناگون (دخالت در قیمت، دخالت در امور شرکت، اقتصاد دستوری، نظامی‌گری اقتصادی و ...) توجه داشته و در این زمینه پیشنهاد داده.
[31]	به مدیریت صندوق‌ها و دانش و آگاهی مدیران توجه شده و تأکید می‌شود که این عامل منجر به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و پوشش چالش‌های منفی مرتبط با سطح پایین آگاهی سرمایه‌گذاران باشد. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی را مانع مهمی بر موفقیت مدل می‌داند.	پژوهش حاضر مدیریت فعال را فقط در قالب همکاری و پاسخگویی به رسانه‌های اجتماعی نمی‌بیند، بلکه آن را به «آگاهی حرفه‌ای مدیران»، «استقلال عملکردی» و «نظارت بورس» مرتبط می‌کند یعنی یک چارچوب نهادی کامل ارائه می‌دهد.
[29]	نتایج پژوهش حاضر در تأیید با نتایج شریفی و همکاران است و به مداخلات دولت و تبلیغات غیرواقعی و اعتماد سرمایه‌گذاران توجه داشته است.	پژوهش حاضر اعتماد سرمایه‌گذاران را تک‌بعدی ندانسته و آن را با عوامل فرهنگی و اجتماعی کشور ازجمله زمینه‌های رفتاری و باورهای جامعه، عوامل ساختاری مانند فساد و رانت و عوامل حاکمیتی مانند عدم استقلال ساختار قضائی کشور مرتبط دانسته و به‌عنوان مانعی جهت اعتماد سرمایه‌گذاران می‌داند.
[28]	پژوهش حاضر نیز ساختار صندوق‌های ETF را عامل تسهیل‌کننده این مدل می‌داند	پژوهش ما در کنار سایر عوامل ساختاری بر متنوع‌سازی دارایی‌ها به‌عنوان یک عامل پوشش ریسک نیز توجه نموده است. همچنین به مدیریت حرفه‌ای و متخصصانه در این صندوق‌ها به‌عنوان عامل موفقیت مدل نگریسته است.
[25]	در پژوهش ما نیز ساختار اقتصادی دولت‌محور در کنار عوامل کلان اقتصادی و سیاسی موردتوجه قرار گرفته. همچنین بر خطر خصولتی شدن به‌عنوان مانع موفقیت مدل تأکید شد و بر حمایت دولت و نظارت بورس جهت ایجاد امنیت سرمایه‌گذاری و جلب اعتماد سرمایه‌گذاران توجه شده.	پژوهش ما برخلاف مطالعات قبلی که به عوامل کلان اقتصادی (نفت، ارز) محدود می‌شوند، عوامل «ساختاری-اجتماعی-سیاسی» را به‌عنوان چارچوبی چند سطحی مورد تحلیل و اولویت‌بندی قرار داده‌است. همچنین به شرایط بازار سرمایه و توجه به اقتضائات بازار در زمان واگذاری شرکت‌ها به‌عنوان عامل مؤثر بر موفقیت مدل توجه داشته است.

پیشنهادهای محدودیت‌ها: این پژوهش مانند هر پژوهش دیگری با محدودیت‌هایی مواجه بود. ازجمله محدودیت در عدم دسترسی به منابع و اطلاعات مالی مرتبط با شرکت‌های خصوصی‌شده در کشورهای مختلف مانند ایران بود. این محدودیت امکان بهره‌مندی از رویکرد مقایسه گونه و بررسی کمی را با مشکل مواجه می‌نمود. محدودیت بعدی

مرتبط یا فقدان ادبیات کافی در زمینه‌ی پژوهش بود. مطالعات کم و اغلب با رویکرد کمی، کسب دانش و پیشینه ذهنی مناسب را با مشکل مواجه می‌نمود.

با توجه به نتایج بدست آمده از پژوهش در زیر چندین پیشنهاد کاربردی و سیاستی ارائه شده است:

■ پیشنهاد می‌شود دولت با تغییر نگرش خود به امر خصوصی‌سازی و مسائل اقتصادی و بورس اوراق بهادار، به جای استفاده‌ی دلال گونه از این موقعیت‌ها سعی در بهره‌مندی هوشمندانه داشته باشد و با حمایت مبتنی بر علم و آگاهی از بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار، ارتقای تکنولوژی معاملاتی و عدم دخالت در روند طبیعی عرضه و تقاضا، زمینه کسب درآمد بیشتر برای آحاد جامعه و دولت را فراهم نماید.

■ طراحی ETFهای مردمی با مکانیزم عدالت محور: دولت با می‌تواند اختصاص درصدی از سود به صندوق‌های اجتماعی یا توسعه مناطق محروم علاوه بر بهره‌مندی از مزایای خصوصی‌سازی بوسیله ETF در اتحاد اجتماعی جهت گسترش عدالت اجتماعی و توسعه کشور نیز گام مؤثری بردارد.

■ افزایش شفافیت و افشای اطلاعات: بهبود سیستم افشای اطلاعات بازار به افزایش کارایی بازار، مبارزه با معاملات داخلی، تنظیم رفتار سرمایه‌گذاری در بازار و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به ETFها کمک می‌کند. این اقدامات می‌تواند شامل انتشار منظم تحلیل‌های عملکرد بازار، گزارش‌های نگهداری دقیق و سایر افشاگری‌ها برای افزایش شفافیت و کیفیت اطلاعات موجود باشد. در این راستا انتشار منظم صورت‌های مالی شرکت‌های دولتی تحت استانداردهای بین‌المللی و حسابرسی سالانه توسط شرکت‌های مستقل و انتشار گزارش‌ها در دسترس عموم توصیه می‌شود.

■ جذب سرمایه‌گذاران و افزایش فعالیت بازار: نقدینگی و سهولت معاملات از عوامل کلیدی در جذب سرمایه‌گذاران به ETF است؛ بنابراین، صرافی‌ها و مؤسسات مالی مرتبط باید بر بهبود مدیریت نقدینگی برای ETFها تمرکز کنند و در عین حال پلتفرم‌ها و ابزارهای معاملاتی بیشتری را برای افزایش فعالیت و جذابیت بازار فراهم کنند. در این راستا می‌توان از فناوری‌های جدید مانند فین‌تک و بلاکچین استفاده نمود.

■ آموزش سرمایه‌گذاران و توسعه‌ی مشاوره: سازمان بورس باید با برقراری کلاس‌های آموزشی و همچنین مشاوره‌ها رایگان و به کارگیری اساتید خبره در این زمینه در جهت آگاهی بخشی به سرمایه‌گذاران تلاش نماید و در این راستا می‌تواند از ظرفیت فضای مجازی و شبکه‌های اجتماعی نیز استفاده نموده و در جهت تقویت فرهنگ سرمایه‌گذاری و ورود سرمایه هوشمند و ممانعت از رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران تلاش نماید. بدین ترتیب ریسک سرمایه‌گذاران نیز کنترل می‌شود.

■ شفاف‌سازی و دریافت بازخورد: پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها از ظرفیت فضای مجازی و همچنین فناوری هوش مصنوعی برای ارتباط با سرمایه‌گذاران، ارائه گزارش مستقیم از عملکرد شرکت به زبان ساده و غیر تخصصی، نظرخواهی در امور شرکت و گرفتن بازخورد از سرمایه‌گذاران که مالکان حقیقی شرکت نیز هستند، استفاده نمایند و به این ترتیب زمینه جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، جذب سرمایه و نظارت سهامداران بر فعالیت شرکت تقویت می‌گردد. همچنین به پژوهشگران آینده توصیه می‌شود که با توجه به نبود مطالعاتی در زمینه‌ی ارائه مدل‌های پژوهشی برای این شیوه‌ی ویژه از خصوصی‌سازی، پژوهشگران ابعاد دیگری از خصوصی‌سازی به وسیله صندوق‌های ETF را در نظر گرفته و با بهره‌مندی از شیوه‌های مختلف پژوهشی، مدل‌های متنوعی ارائه دهند. همچنین به پژوهشگران این حوزه پیشنهاد می‌شود که تأثیر حوزه‌های گوناگون مانند تأثیر فناوری‌های دیجیتال و یا هوش مصنوعی بر کاهش فساد و

افزایش اعتماد و مشارکت مردم در فرآیند خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی به‌وسیله‌ی صندوق‌های ETF را مورد مطالعه قرار دهند.

تعارض منافع: برای ارائه مطلب و نگارش این مقاله هیچ‌گونه کمک مالی از هیچ فرد، نهاد و سازمانی دریافت نشده است و نتایج و دستاوردهای این مقاله به نفع یا ضرر سازمان یا فردی خاص نخواهد بود. حضور نویسندگان در این پژوهش به‌عنوان شاهدی بی‌طرف ولی متخصص بوده است و نویسندگان هیچ‌گونه تعارض منافع ندارند.

Reference

1. Amiruddin, N. S., Omar, R., Tazli, U. N. A., & Abdullah, N. (2025). Fuzzy Delphi method for project approach module in early science for children. *Journal of Education and Learning (EduLearn)*, 19(4), 2166-2174.
2. Almashhour, R., & Alzaatreh, A. (2025). Identifying building structure factors for urban heat mitigation: a hybrid methodology using Fuzzy Delphi Method and Confirmatory Factor Analysis. *International Journal of Sustainable Energy*, 44(1).
3. Bahadoran baghbadorani, A., Abdolbaghi ataabadi, A., & Janati meshkati, A. (2018). Miss pricing, continuation of arbitrage and returns of Exchange Traded Funds in Iran, *Financial Management Perspective*, 8(23), 105-126.
4. Beck, M., & Watterson, A. (2022). Privatization and Multi-Fatality Disasters: A Causal Connection Exposing Both Worker and Citizen Health and Safety Failures in the UK?. *International journal of environmental research and public health*, 19(20), 13138.
5. Ben-David, I., Franzoni, F., Kim, B., & Moussawi, R. (2023). Competition for Attention in the ETF Space. *The Review of Financial Studies*, 36(3), 987-1042.
6. Bhojraj, S., Mohanram, P., & Zhang, S. (2020). ETFs and information transfer across firms. *Journal of Accounting and Economics*, 70(2-3), 101336.
7. Chau, Y., Todorov, K., & Yegen, E. (2025). *ETFs as a disciplinary device* (No. 1261). Bank for International Settlements.
8. Curi, C., Mancuso, P., & Scarpa, A. (2025). State-Owned Enterprises: A Bibliometric Review and Research Agenda. *Finance Research Letters*, 106749.
9. Duffy, J., Friedman, D., Rabanal, J. P., & Rud, O. A. (2024). The Impact of Exchange-Traded Fund Index Inclusion on Stock Prices. *Management Science*.
10. El Kalak, I., Gounopoulos, D., & Tosun, O. K. (2024). Etf's Ownership and Firms' Delisting. Available at SSRN 4770610. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4770610>.
11. Estrin, S., Nuti, D. M., & Uvalic, M. (2023). The impact of investment funds on corporate governance in mass privatization schemes: Czech Republic, Poland and Slovenia. In *Collected Works of Domenico Mario Nuti, Volume I: Socialist Economic Systems and Transition* (pp. 475-511). Cham: Springer International Publishing.
12. Halpin, S. N. (2024). Inter-coder agreement in qualitative coding: Considerations for its use. *American Journal of Qualitative Research*, 8(3), 23-43.

13. Ilham, R. N., Arliansyah, A., Juanda, R., Sinta, I., Multazam, M., & Syahputri, L. (2022). Application Of Good Corporate Governance Principles In Improving Benefits Of State-Owned Enterprises (An Emperical Evidence From Indonesian Stock Exchange At Moment Of Covid-19). *International Journal of Economic, Business, Accounting, Agriculture Management and Sharia Administration (IJEBAAS)*, 2(5), 761-772.
14. Jafarpoor, M. (2021). Investigating the Differences and Commonalities of Privatization in Iran and Selected Countries. *Commercial Surveys*, 19(107), 39-62. doi: 10.22034/bs.2021.246801 .
15. Jiang, J., Richards, J., Huser, R., & Bolin, D. (2025). The efficient tail hypothesis: An extreme value perspective on market efficiency. *Journal of Business & Economic Statistics*, (just-accepted), 1-24.
16. Jung, H. and S. Choi (2021). The effects of employee stock ownership on stock liquidity: Evidence from the Korean market. *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 58, pp. 74-93.
17. Kassam, A. Gupta, K. Chesworth, R. (2024). Shifting Sands The GCC's Equity Market Transformation. *State street Global Advisors*.
18. Kushnir, I. (2025). Thematic analysis in the area of education: a practical guide. *Cogent Education*, 12(1), 2471645.
19. Kouloumpiris, E., & Vlahavas, I. (2025). Markowitz random forest: Weighting classification and regression trees with modern portfolio theory. *Neurocomputing*, 620, 129191.
20. Li, Z., & Jiang, Y. (2025). ETF connectedness and its applications: Evidence from RCEP member countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 100908.
21. Liu, S. (2023). Do investors and managers of active ETFs react to social media activities?. *Finance Research Letters*, 51, 103454.
22. Momparler, A., Carmona, P., & Climent, F. (2024). Catalyzing sustainable investment: revealing ESG power in predicting fund performance with machine learning. *Computational Economics*, 1-26.
23. Mostafa, S. A. S.(2025). Theoretical Perspective on the Role of Ownership Structure in Financial Performance and Cash Flow. *International Journal of Social Science and Economic Research*, 10(4).
24. Olsson, M., & Tåg, J. (2025). What is the Cost of Privatization for Workers?. *The Journal of Finance*.
25. Panahi, M., Heidarpour, F., Esmailzadeh Mogry, A., & Keyghobadi, A. R. (2021). Privatization in Iran: New regional economic and financial Challenges with Data Foundation Theory (grounded theory). *Regional Economy and Development* , 28 (22), 23–56.
26. Radić, M., Ravasi, D., & Munir, K. (2021). Privatization: Implications of a shift from state to private ownership. *Journal of Management*, 47(6), 1596-1629.
27. Romero Jeldres, M., Díaz Costa, E., & Faouzi Nadim, T. (2023, November). A review of Lawshe's method for calculating content validity in the social sciences. *In Frontiers in Education* (Vol. 8, p. 1271335). Frontiers Media SA.

28. Shaerattar, M. and Mirzapour Babajan, A. (2023). Feedback Trading Strategy and Investors Behavior in Exchange Traded Fund in Iran. *Financial Management Perspective*, 13(42), 91-116. doi: 10.48308/jfmp.2023.103951 .
29. 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. doi: 10.22108/amf.2024.139517.1831 .
30. Shen, X., Zuo, W., Chang, J., & Zhou, W. (2025). Study on the Efficiency and Complexity of Chinese Energy Market Based on Multiple Events. *Fractal and Fractional*, 9(2), 57.
31. Shenjere, P. A., Ferreira-Schenk, S., & Moodley, F. (2025). Does Investor Sentiment Influence South African ETF Flows During Different Market Conditions?. *Economies*, 13(1), 10.
32. Statista/ *Finance, Insurance & Real Estate*. (2024). Number of exchange traded funds (ETFs) worldwide from 2003 to 2023, <https://www.statista.com/statistics/278249/global-number-of-etfs/>.
33. Tiwari, A. K., Nasreen, S., & Anwar, M. A. (2022). Impact of equity market development on renewable energy consumption: Do the role of FDI, trade openness and economic growth matter in Asian economies?. *Journal of Cleaner Production*, 334, 130244.
34. Tripathi, S., & Singh, B. P. (2024). Pre-and Post-Disinvestment Performance Evaluation of State-Owned Utility Sector Enterprises in India: The Way Forward. *Liberal Studies Journal*, 9(1), 151-172.
35. Tsai, H. C., Lee, A. S., Lee, H. N., Chen, C. N., & Liu, Y. C. (2020). An application of the fuzzy Delphi method and fuzzy AHP on the discussion of training indicators for the regional competition, Taiwan national skills competition, in the trade of joinery. *Sustainability*, 12(10), 4290.
36. Tskhoidze, S., & Lien, V. T. K. (2021). Analysis of the Performance of ETFs. *School of economics and management*.
37. Xie, F., Anderson, H. D., Chi, J., & Liao, J. (2019). Does residual state ownership increase stock return volatility? Evidence from China's secondary privatization. *Journal of Banking & Finance*, 100, 234-251.
38. Yuan, Y., & Liu, Q. (2023). Does ETF Improve or Impede Firm ESG Performance?—Evidence From China. *Evidence From China* (August 8, 2023).
39. Zafar, M. R., Farooq, A., & Ali, M. H. (2024). Operational Necessity: Harnessing State-Owned Enterprises Privatization for Economic and Governance Reform in Pakistan. *Journal of Humanities, Health and Social Sciences*, 2(1), 1-14.