

## واگذاری سهام دولت و شرکتهای دولتی از طریق سازوکار صندوقهای سرمایه گذاری قابل معامله (ETF)

\*\*\*\*\*

تجربه خصوصی سازی در سالهای پس از تصویب قانون اجرای سیاستهای کلی اصل ۴۴ قانون اساسی با موارد چالش برانگیزی همراه بوده است که این چالشها عموماً به نقائصی در روشهای واگذاری، قیمتگذاری و اهلیت خریداران باز میگردد. بررسی واقعیات جاری حاکی از آن است که تجربیات ناموفق در امر واگذاری و مسائل اجتماعی ایجاد شده در پی آنها، موجب شده که مدیران اجرایی به منظور اجتناب از بروز چالشهای بالقوه در برخی ابعاد واگذاریها مانند اهلیت خریدار (و البته دالیل دیگر)، به راهکارهایی مانند واگذاری از طریق صندوقهای سرمایهگذاری قابل معامله در بورس (ETF) روی آورند. مجوز این نوع واگذاری به میزان ۶۷۰۰ میلیارد تومان در بند «الف» تبصره «۲» قانون بودجه سال ۱۳۹۹ به دولت داده شد. در گزارش شماره ۱۶۸۶۳ مرکز پژوهشهای مجلس که در زمان بررسی لایحه بودجه در کمیسیون تلفیق مجلس شورای اسلامی منتشر شد، عنوان شده بود که به دلیل وجود نقائص جدی در سازوکار طراحی شده، این رویکرد با مشکلات متعددی مواجه خواهد بود؛ اما به هر حال با توجه به شرایط کشور این موضوع در سقف تعیین شده به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید.

در مصوبه شماره ۵۷۵۷۹ هیئت وزیران مورخ ۱۳۹۹/۱/۱۷، فرآیند اجرایی این مجوز محدود به سقف در نظر گرفته شده در قانون بودجه سال ۱۳۹۹ نشده و به صورت گسترده

در قالب سه صندوق سرمایه گذاری قابل معامله با عناوین زیر به تصویب رسید و در حال اجرا است :

۱- صندوق سرمایه گذاری قابل معامله واسطه‌گری مالی (شامل باقیمانده سهام متعلق به دولت یا شرکتهای دولتی در شرکتهای بیمه البرز، بیمه اتکایی امین، بانکهای صادرات ایران، ملت و تجارت)

۲- صندوق سرمایه گذاری قابل معامله خودروسازی و صنایع فلزی (شامل باقی مانده سهام متعلق به دولت یا شرکتهای دولتی در شرکتهای ایران خودرو، سایپا، ملی صنایع مس و فولاد مبارکه)

۳- صندوق سرمایه گذاری قابل معامله صنایع پالایش نفت و پتروشیمی (شامل باقی مانده سهام متعلق به دولت یا شرکتهای دولتی در شرکتهای پالایش نفت تبریز، نفت بندرعباس، نفت اصفهان و نفت تهران)

با توجه به گستردگی ابعاد موضوع، این رویکرد میتواند تبعات نامناسبی در اداره شرکتهای منتقل شده به صندوقهای سرمایه گذاری قابل معامله در بورس و نیز عملکرد بخشهای اقتصادی که این شرکتهادر آنها حضور دارند (مثل بخش بانکداری) به دنبال داشته باشد و از سوی دیگر منجر به تضییع حقوق مردم و اموال عمومی شده و به یک گره جدید در مسیر حکمرانی اقتصادی کشور تبدیل خواهد شد. در ادامه ضمن تبیین این روش واگذاری، مشکلات این روش بیان شده است.

## تبیین سازوکار واگذاری سهام دولت از طریق صندوقهای ETF :

صندوقهای سرمایه گذاری قابل معامله در بورس (ETF)، یکی از انواع صندوقهای سرمایه گذاری در بازار سرمایه است که در آنها، داراییهایی عموماً از جنس سهام، ممزوج و به عنوان داراییهای صندوق در نظر گرفته شده و در قبال آن واحدهای صندوق در بازار سرمایه مبادله خواهد شد. به عبارت دیگر، افراد به جای آنکه مالک مستقیم سهام بنگاهها یا داراییها شوند، مالک واحدهای صندوقی میشوند که دارایی آن متشکل از سهام بنگاهها و اموال مذکور است. در این حالت، دارندگان واحدهای صندوق، دخالتی در مدیریت صندوق ندارند، بلکه مدیر صندوق در خصوص تنظیم سبد داراییها و هرگونه تصمیم در خصوص آنها اقدام میکند. دولت قصد دارد باقیمانده سهام خود و شرکتهای دولتی در برخی شرکتهای بورسی را در قالب سه صندوق سرمایهگذاری «واسطه گریهای مالی»، «خودرو سازی و صنایع فلزی» و « صنایع پالایش نفت و پترو شیمی» واگذار کند. به عنوان نمونه، اولین صندوق تحت عنوان "واسطهگری مالی یکم" شامل سهم دولت در سه بانک ملت، تجارت و صادرات و دو شرکت بیمه البرز و اتکایی امین است که مجموعاً ارزشی در حدود ۱۶ هزار میلیارد تومان دارد. گفتنی است، دولت برای واحدهای صندوقهای اول و سوم تخفیف ۲۰ درصدی و برای واحدهای صندوق دوم تخفیف ۲۵ درصدی برای خریداران در نظر گرفته است. در ادامه، مشکلات استفاده از این سازوکار برای واگذاری تشریح خواهد شد

## مسائل و مشکلات واگذاری سهام دولت در قالب صندوقهای سرمایهگذاری قابل معامله:

### ۱- ایجاد اختلال در حکمرانی بخشهای اقتصادی:

اولین واگذاری مربوط به سهام دولت در سه بانک و دو شرکت بیمه است. در این راستا صندوق سرمایه گذاری مالک حدود ۱۷ درصد از سه بانک ملت، تجارت و صادرات خواهد شد. طبق ماده (۵) قانون اجرای سیاستهای کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی، اولاً هر شخص اعم از حقیقی و حقوقی تنها مجاز به مالکیت حداکثر ۱۰ درصد از سهام بانک است و مالکیت بیش از ۱۰ درصد تا ۲۰ درصد تنها با مجوز بانک مرکزی مجاز خواهد بود. از سوی دیگر طبق همین ماده در صورتی که شخصی مالک ۱۰ درصد یک بانک باشد، سهام داری شخص مورد نظر به هر میزان در هر بانک دیگر تنها با مجوز بانک مرکزی ممکن خواهد بود. در حال حاضر مشخص نیست که آیا بانک مرکزی مجوزهای لازم (مجوز سهامداری بیش از ۱۰ درصد در یک بانک و مجوز سهامداری همزمان در چند بانک) را به این صندوقها داده است و آیا اساساً بانک مرکزی اهلیت سهامداری به این شکل را تأیید میکند؟ فارغ از مجوز بانک مرکزی، این سازوکار مشکالتی را در اداره این بانکها ایجاد خواهد کرد. به عنوان نمونه یکی از اولویتهای مهم شبکه بانکی افزایش سرمایه از محل آورده نقدی سهامداران است. باید پرسید که آیا این سازوکار (با توجه به سهم بالای صندوقها در این بانکها)، اختلالی در تصمیمگیری بانک برای افزایش سرمایه از این روش ایجاد نخواهد کرد؟ آیا اساساً دورنمایی در خصوص خروج سهام این شرکتها از این صندوقها وجود خواهد داشت؟

## ۲- ملاحظات جدی در اساسنامه صندوقهای ETF

اساسنامه صندوقهای مذکور که در تاریخ ۳۱ فروردین به تصویب هیئت وزیران رسیده دارای ملاحظات جدی است که چشم انداز فعالیت این صندوقها را بسیار مبهم میسازد. در تبصره ماده (۳) اساسنامه آمده است: «پس از گذشت سه سال از فعالیت صندوق و بنا به درخواست اکثریت دارندگان دارای حق رأی در مجمع صندوق، درخواست تغییر نوع صندوق به سایر انواع صندوقهای سرمایه گذاری در اوراق بهادار پس از ارائه تأییدیه هیئت واگذاری به سازمان، قابل انجام خواهد بود». باید توجه داشت که این تغییر ماهیت صندوق میتواند تبعات بسیار زیادی برای بنگاههای تحت تملک صندوق ETF داشته باشد. شایان ذکر است که اساسنامه این صندوقها به شکل صندوق با مدیریت غیرفعال طراحی شده (به این معنا که پورتهوی صندوق سبد مشخصی از سهام بوده و مدیر صندوق امکان فروش آنها را در طول فعالیت صندوق نخواهد داشت) لیکن با استناد به این بند اساسنامه، امکان تبدیل به صندوق با مدیریت فعال (یا سایر انواع صندوقها) وجود دارد که در آن صورت امکان فروش سهام تحت تملک صندوق در بازار به هر شکل فراهم میشود

## ۳- امکان حفظ کنترل دولت بر بنگاههای مشمول واگذاری حتی در افق

### بلندمدت :

نکته مهم در خصوص سازوکار در نظر گرفته شده در اساسنامه برای انتقال مدیریت این است که تضمینی نیست این سازوکار حتی در بلندمدت، مدیریت را از ید دولت خارج و به بخش خصوصی منتقل نماید. به بیان دیگر، حتی پس از پایان برنامه ششم توسعه، تنها در شرایطی مدیریت از کنترل دولت خارج میشود که مالکان واحدهای صندوق دارای حق

رأی بیشتری نسبت به دولت در مجمع صندوق باشند (البته به شرط عدم تغییر اساسنامه؛ باید توجه داشت که همین مجمع اختیار تغییر اساسنامه را نیز (طبق ماده ۲۰ اساسنامه) دارد که میتواند در راستای تداوم حضور فعال دولت به کار گرفته شود. حتی در این شرایط نیز موقعیتی را میتوان تصور کرد که حق رأی تحت اختیار دولت در صندوق تنها ۲۰ درصد کل حق رأی است و این میزان به هر دلیلی (نبود متقاضی یا غیره) تحت تملک دولت باقی مانده اما باقیمانده ۸۰ درصد این حق رأی به نحوی میان سایر اشخاص پراکنده است که مجموع حق رأی هریک از آنها به ۲ درصد کل نیز نمیرسد. در این وضعیت نیز عمال بخش قابل توجهی از کنترل صندوق در ید دولت باقی خواهد ماند.

#### ۴- ابهام قانونی و عدم رعایت سقف مصرح در قانون بودجه ۱۳۹۹:

در جزء «۲» بند «الف» تبصره «۲» قانون بودجه سال ۱۳۹۹ که زیربنای قانونی استفاده از سازوکار صندوقهای سرمایه گذاری قابل معامله برای واگذاری بنگاهها محسوب میشود، آمده است: وزارت امور اقتصادی و دارایی مجاز است تمام یا بخشی از سهام و داراییهای دولتی دستگاههای اجرایی زیرمجموعه قوه مجریه و باقیمانده سهام متعلق به دولت و شرکتهای دولتی در بنگاههای مشمول واگذاری را مطابق روشهای مندرج در قانون اجرای سیاستهای کلی اصل ۴۴ قانون اساسی با اصلاحات و الحاقات بعدی واگذار نماید و منابع حاصله را به ردیف ۳۱۰۵۰۲ واریز کند.

#### ۵- مغایرت با سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی:

در بند «ج» سیاستهای کلی اصل ۴۴ قانون اساسی به صراحت ذکر شده است که "تغییر نقش دولت از مالکیت و مدیریت مستقیم بنگاه به سیاستگذاری و هدایت و

نظارت" در واگذاریها باید مورد توجه قرار گیرد. با توضیحاتی که بیان شد، روش مصوب هیئت وزیران برای واگذاری سهام مذکور، کاملاً خلاف این بند است.

#### ۶- تداوم مسئله اهلیت خریدار(پاک شدن صورت مسئله تنها در کوتاه مدت):

به نظر میرسد یکی از دلایل عمده اقبال دولت به استفاده از سازوکار صندوقهای ETF برای واگذاری سهام تحت تملک دولت و شرکتهای دولتی، مشکلات ایجاد شده ناشی از اهلیت خریداران در تجربیات قبلی واگذاری بنگاههای دولتی بوده است. بروز چنین مشکلاتی برای این قبیل شرکتهای مهم که بعضاً استراتژیک محسوب میشدند و همچنین تمرکز نهادهای نظارتی همچون مجلس شورای اسلامی، سازمان بازرسی کل کشور و دیوان محاسبات بر این موارد و تأکید آنها بر ضرورت اصلاح رویه های موجود در واگذاری شرکتهای، موجب شد تا وزارت امور اقتصادی و دارایی به فکر استفاده از روشهایی بیفتد که در آنها، امکان بروز مشکلات مشابه حداقل باشد. لذا یکی از استدلال مطرح شده توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی در حمایت از سازوکار صندوقهای ETF برای واگذاری، عدم بروز مشکلات ناشی از اهلیت خریدار بوده است زیرا در این روش، سهام بنگاهها به یک فرد یا مجموعه فروخته نخواهد شد و به این ترتیب، مدیریت بنگاه در ید فرد یا مجموعه خاصی قرار نخواهد گرفت.

## ۷- تعارض ماهیت صندوقهای ETF با هدف موردنظر (عدم تناسب وسیله و هدف):

هدف اصلی تأسیس صندوقهای سرمایه گذاری قابل معامله به عنوان یک نهاد واسطه مالی، مدیریت داراییهای مردمی است که توان فنی یا وقت مدیریت داراییهای خود را ندارند و لذا پول خود را در اختیار مدیران صندوق سرمایه گذاری قرار میدهند تا آنها با این پول سرمایه‌گذاری کرده و سود حاصل را به آنها بدهند. این صندوقها اساساً به دنبال مداخله مدیریتی در شرکتها نیستند و توان علمی و فنی آن را هم ندارند. به عبارت دیگر تخصص و کارویژه صندوقهای سرمایه‌گذاری، مدیریت دارایی است و نه مداخله در مدیریت اجرایی شرکتها. اما متأسفانه در واگذاری فعلی، قلب ماهیت شده و از صندوقهای سرمایه‌گذاری کاری مطالبه میشود که اساساً برای آن به وجود نیامده اند. لذا با توجه به سهم بالای این صندوقها در شرکتها، این سازوکار در آینده مشکلات جدی در اداره شرکتها ایجاد خواهد کرد .

## ۸- کاهش درآمد دولت نسبت به سایر روشهای واگذاری و تضييع داراییهای

### عمومی:

یکی از اهداف اصلی واگذاری سهام دولت و شرکتهای دولتی در شرایط کنونی، تأمین منابع مالی برای پوشش کسری بودجه دولت است. این در حالی است که سایر روشهای واگذاری از جمله واگذاری سهام به صورت بلوکی یا حتی واگذاری سهام به شکل خرد در بازار، در حالت معمول درآمد بیشتری نسبت به واگذاری از طریق صندوقهای ETF نصیب دولت میکند. به طور کلی مشخص نیست که با چه منطقی روی یک دارایی که امکان فروش در قیمتهای جاری بازار و حتی بالاتراز آن را دارد، تخفیف اعطا میشود. این در حالی است که این داراییهای دولت در



واقع داراییهای عمومی تلقی شده و مالک حقیقی آنها مردم هستند. حتی اگر دولت سهام خود را نه به صورت بلوکی بلکه به صورت خرد و از طریق عرضه در بورس نیز واگذار نماید، درآمد بیشتری نسبت به حالت فعلی بدست خواهد آورد. حال باید پرسید آیا این شکل از واگذاری به واسطه ارزان فروشی، تضييع داراییهای عمومی محسوب نمیشود؟ از طرفی ممکن است بیان شود که این واگذاری به مردم انجام خواهد شد و نفع این تخفیف و ارزان فروشی به خود مردم برمیگردد، اما آیا همه مردم به ویژه طبقات محروم میتوانند از این رانت در این واگذاری به رهنمند شوند؟ در واقع تا زمانی که این داراییها به همه مردم به شکل مساوی واگذار نشود این استدلال بی اعتبار خواهد بود.

## جمع بندی:

با مجموع توضیحات ارائه شده، روشن است که نمیتوان مصوبه هیأت وزیران را خصوصی سازی بهمعنای حقیقی دانست؛ بلکه به نظر میرسد هدف اصلی از این اقدام، درآمدزایی از ناحیه واگذاری مالکیت بنگاهها و تأمین سریع کسری بودجه، و در عین حال حفظ مدیریت دولت بر این شرکتها تا پایان دوره برنامه ششم توسعه است. استفاده از سازوکار صندوقهای سرمایه گذاری، اگر چه مسئله کوتاه مدت دولت را به نحو سادهای حل میکند اما مسئله ای بزرگ برای کشور در آینده ایجاد خواهد کرد. به نظر میرسد که راهکارهای واگذاری بلوکی سهام این شرکتها (واگذاری در قالب بلوکهای ۵ درصدی و حتی کوچکتر) و حتی واگذاری سهام خرد البته به صورت مدیریت شده که اختلالی در سازوکار بازار بورس ایجاد نکند، به مراتب بهتر از روش اتخاذ شده توسط دولت است. در

واقع در این روشها، علاوه بر آنکه در آمد بیشتری از واگذاریها عاید دولت خواهد شد، در بلندمدت نیز مشکلات مدیریتی برای شرکتهای واگذار شده ایجاد نمیشود. برای تسهیل فروش بلوکی سهام و کمک به تأمین نقدینگی خریداران بلوکی، میتوان بخشی از وجوه را با وثیقه گذاری سهام و انتشار صکوک توسط خریدار تأمین کرد. حتی در موارد خاصی که حفظ مدیریت دولتی ضروری تشخیص داده میشود یک راهکار دیگر قابل بررسی این است که یک شرکت سرمایهگذاری (یا حسب مورد هلدینگهای تخصصی) تأسیس شود و سهام باقیمانده دولت در این شرکتها، به این شرکت سرمایهگذاری منتقل شود. بخشی از سهام شرکت سرمایهگذاری مذکور نیز از طریق عرضه عمومی به مردم واگذار شود و منابع حاصله در اختیار دولت قرار گیرد. با عنایت به اهمیت موضوع و ابعاد گوناگون آن از یک سو و وجود راه کارهای مختلف برای واگذار سهام دولت از سویی دیگر، پیشنهاد اکید آن است که به منظور اجتناب از آثار نامناسب اقتصادی در آینده، از تصمیم شتابزده در این خصوص خودداری شده و این تصمیم برای بررسی بیشتر و اجماع کارشناسی فعال به تعویق افتد.

---

منبع:

گزارش شماره ۱۷۰۱۷ مرکز پژوهشهای مجلس