



«فرهیختگان» جزئیات ورود شرکت‌های دولتی به بورس را بررسی کرد

# ابهام بزرگ ورود شرکت‌های دولتی به بورس

به شواهد محکمی بر اهمیت بورس اوراق بهادار در اجزای برنامه‌های خصوصی‌سازی کشور دست یافت. همچنین، تجربه واگذاری‌های انجام‌شده از ابتدا تاکنون، بیانگر نقش محوری بورس اوراق بهادار تهران در زمینه حجم واگذاری‌ها و نیز درجه بالاتر شفافیت و سلامت واگذاری‌هاست. از سویی دیگر تجربه‌های تلخ واگذاری غیراصولی شرکت‌ها به بخش خصوصی مانند هراتجه در هیکو و امثال آن رخ داد، واگذاری از طریق عرضه عمومی در بازار سهام را ضروری‌تر کرده است. به‌علاوه، تا به حال از روش‌های مختلفی برای واگذاری مالکیت و کنترل شرکت‌ها و فعالیت‌های اقتصادی برحسب شرایط از سوی کشورهای جهان استفاده شده است. هر یک از این روش‌ها، مزایا و معایب خاص خود را داشته و به کارگیری هر کدام کامل می‌تواند از ظرفیت بالای جامعه بستر متناسب با همان روش بوده است. در این میان با بررسی کلی می‌توان عنوان کرد فروش سهام شرکت‌های دولتی از طریق عرضه عمومی سهام در بازار در مجموع رایج‌ترین کاربرد داشته که با توجه به اقبال بسیار زیاد جامعه از بازار سرمایه در شرایط کنونی، می‌توان از این راهکار برای بالابردن مساحت بازار سرمایه کمک گرفت. در صورت مهیا شدن دولت و سازوکار عرضه شرکت‌ها در بورس، با قاطعیت کامل می‌تواند از ظرفیت بالای جامعه و بازار سرمایه برای اقبال از این عرضه‌ها سخن گفت، به طوری که بررسی‌ها نشان می‌دهد ارزش کل معاملات بورس و فرابورس طی سال ۹۸ در حدود ۷۰۳ هزار میلیارد تومان بوده است که ۴۳۴ هزار میلیارد تومان از این رقم به معاملات بورس تعلق دارد. از طرف دیگر تداوم ورود سرمایه‌گذاران جدید به بازار سهام در سال جدید با رکوردشکنی‌های پیاپی همراه بوده که ارزش معاملات بازار سهام در همین روز گذشته را به بیش از ۴۶ هزار میلیارد تومان رسانده است. همچنین شرکت دو میلیونی معامله‌گران در عرضه اولیه شرکت صبا که به نوبه خود خبر از مشارکت ۲ درصدی جامعه در این عرضه دارد، این سیگنال را نیز می‌دهد که نقدینگی بالایی در حال ورود به بازار سرمایه است و فرصت بسیار مناسبی برای تأمین مالی از این بازار و خروج کامل از سهام دولتی را پیش آورده است. این درحالی است که دولتی بودن بخش زیادی از سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس و فرابورس همواره مورد انتقاد فعالان بازار سرمایه بوده است و شاید این بار فرصت مناسبی باشد تا خروج کامل دولت از سهام تحت مالکیت خود رقم بخورد.

## شرکت‌های دولتی چگونه عرضه می‌شوند؟

سازوکارهای مختلفی همانند عرضه بلوکی، عرضه عمده، عرضه از طریق صندوق‌های معامله و عرضه به روش بوک بیلدینگ برای واگذاری بخش یا تمام سهام شرکتی در بازار سرمایه وجود دارد. در سال گذشته هفت شرکت و یک بیمه دولتی به صورت بلوکی عرضه شد، اما استقبال چندانی از آن به عمل نیامد. به نظر می‌رسد همین عامل مقامات بازار و اقتصاد کشور را به سمت عرضه شرکت‌های دولتی از طریق صندوق‌های معاملاتی ETF و بوک بیلدینگ به بازار سهام سوق داده باشد. بر اساس جزئیات اندکی که در روزهای اخیر از سوی شورای عالی بورس ارائه شده، مقرر است باقی‌مانده شرکت‌های دولت در دو مرحله عرضه شود؛ در مرحله اول ابتدا سهام همه شرکت‌های دولتی در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری جمع می‌شود و براساس کد ملی و با اعمال تخفیف‌های ۲۰ و ۲۵ درصدی در قالب واحدهای این صندوق‌ها به هر یک از ایرانی‌ها اختصاص می‌یابد. گفته می‌شود فراخوان اولین مرحله واگذاری تا ۱۵ اردیبهشت داده خواهد شد. در مرحله بعدی سهام باقی‌مانده (آن دسته از سهامی که به‌طور مثال در حال حاضر وثیقه بوده و هنوز آمادگی عرضه ندارند) به شکل تک‌سهام و با استفاده از روش ثبت سفارش (بوک بیلدینگ) به هر کد ملی ایرانی واگذار و عرضه خواهد شد. البته ابهام‌هایی همچون خرید براساس کد ملی، عرضه نشدن تکی هر کدام از شرکت‌ها و تعیین قیمت بالاتر و یا پایین‌تر از ارزش ذاتی سهام وجود دارد و تا زمانی که دولت و سازمان بورس جزئیات طرح را منتشر نکنند، نمی‌توان در مورد طرح قضاوت کرد.



## ساختار صندوق‌های ETF هنوز شفاف نیست

صرفاً برداشت سنتی از آن برای ما وجود دارد چرا که ممکن است دولت همانند واگذاری‌های خود در سال‌های گذشته سهام شرکت را فروخته اما همچنان مالکیت آن را در اختیار خود نگه دارد. به نظر می‌رسد که نگاه دولت پس از واگذاری شرکت‌ها مهم‌ترین مساله این سناریو باشد؛ چرا که شاید مهم‌ترین چالش در بنگاه‌های کشور ما مدیریت دولت بوده و نه مالکیت آن. بر همین اساس دولت باید متوجه باشد که اگر منظور از واگذاری از طریق صندوق‌های معامله؛ تداوم فروش سهام شرکت‌ها بدون انتقال مالکیت آن باشد، ممکن است در بلندمدت مورد استقبال مردم نیز قرار نگیرد. در واقع اگر دولت مالکیت را انتقال داده اما همچنان حق رای و دخالت را برای خود نگاه دارد، برای مردم و بخش خصوصی جذاب نخواهد بود چرا که بازدهی مدیریت دولتی معمولاً از هر نوبه سرمایه کمتر بوده و همین عامل موجب عدم استقبال خواهد شد. بهترین مسیر عرضه شرکت‌های دولتی، انتقال مالکیت و مدیریت شرکت‌ها است و در عین حال نیز حمایت‌هایی از سوی دولت طی یک تا پنج سال پس از واگذاری صورت گیرد.

ورود نقدینگی به بازار در وضعیت مطلوبی قرار دارد و از ابتدای سال ۲۰۰۰ هزار میلیارد از سوی حقیقی‌ها نقدینگی به بازار سرمایه تزریق شده است. بنابراین اگر شرکت‌ها، طرح‌ها و پروژه‌ها با بازدهی مناسب در معرض این نقدینگی قرار گیرند علاوه بر اینکه مورد استقبال قرار می‌گیرند، تبدیل به پتانسیلی برای رشد‌های سال‌های آینده نیز خواهند شد. افزایش بازدهی شرکت‌ها مسوای تقویت تولید و اشتغال و با میزان سودی که به سرمایه‌گذاران می‌رسانند، آنها را تحریک به جابه‌جایی‌های مالی و تزریق پول بیشتر خواهد کرد. به همین رو بهره‌وری و مزیت‌سازی (رشد بنیادی بازار) در بلندمدت می‌تواند تضمینی برای رشد بازار سهام و بازدهی‌های دوطرفه برای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران باشد.

داری در پایان تصریح کرد: «جهت اثربخشی و استقبال بلندمدت و دنباله‌دار مردم از واگذاری شرکت‌های دولتی و عمومی، نحوه تخصیص چه به صورت خرد یا بلوکی و یا حتی صندوق معامله چندان مدنظر نیست، حتی اگر قیمت تابلوی سهام‌ها در این نوع واگذاری کمی بالاتر و یا پایین‌تر باشد باز هم در بلندمدت روند ذاتی و واقعی آن مشخص خواهد شد. بلکه مساله اصلی در اینجا انتقال مالکیت و مدیریت به‌طور هم‌زمان از دولت به بخش خصوصی و مردمی است که این تغییر ساختار بتواند به افزایش بهره‌وری و مولدسازی و تولید نیز کمک کند.»

شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی در قالب ۱۰۰ هزار میلیارد در شرف عرضه شدن است.

## چرا در بورس؟

از میان اهداف گوناگونی که دولت‌ها در سطح جهان برای اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی قائل شده‌اند، توسعه و رونق بازار سرمایه کسب سود و بازدهی مستقیم و غیرمستقیم جامعه از آثار و پیامدهای مثبت آن همواره از اهمیت بالایی برخوردار بوده است. در کشور ما نیز با بررسی الزامات واگذاری شرکت‌های دولتی در چارچوب قوانین و مقررات مهمی مانند قانون اصل ۴۴ و دستورالعمل مربوط که استفاده از بورس و اعمال اصلاحات لازم در حیطه این بازار را برای واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به‌عنوان روشی سالم و مطمئن مورد تأکید قرار داده است، می‌توان



به جرات می‌توان گفت تجربه خصوصی‌سازی در کشور نشان می‌دهد که قسمت عمده‌ای از واگذاری‌ها در فضاهای غیر شفاف و با چانه‌زنی‌های رانت‌جویانه انجام و در نهایت به فساد منجر شده که به دلیل شفافیت بالاتر و تأثیرگذاری بیشتر چه بهتر بود که خصوصی‌سازی از همان ابتدا در کشور ما از طریق بازار سرمایه شکل می‌گرفت و حتی به نحوی سازمان خصوصی‌سازی زیر نظر و هم‌راستا با سازمان بورس به فعالیت خود ادامه می‌داد. «داری» در خصوص برآورد تعداد و ارزش شرکت‌هایی که قرار است در آینده‌ای نزدیک از سوی دولت از طریق بازار بورس عرضه شوند، عنوان کرد: «دولت یازدهم و دوازدهم با ادامه سیاست‌های دولت قبل که صرفاً عرضه و فروش سهام به سهام شرکت‌ها بوده است تا به این جای کار واگذاری و تغییر مالکیت خاصی انجام نداده و در عین حال از میزان دارایی‌ها و تعداد شرکت‌های آن نیز اطلاع خاصی در دسترس نیست. اما در سال گذشته طرح واگذاری ۲۰ شرکت مطرح بوده که دو مورد آن انجام شد و ۱۸ مورد آن نیز در همین طرح جدید در صف بورس قرار گرفته‌اند که شامل بانک تجارت و چندین پالایشگاه و... می‌شوند.»

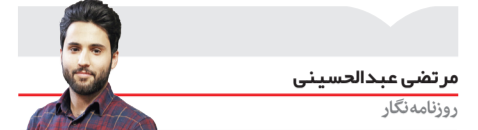
عرضه شرکت‌های دولتی به شرط انتقال مالکیت و مدیریت وی همچنین در مورد سازوکار تخصیص و توزیع مالکیت سهام‌های شرکت‌های دولتی در بازار سرمایه با مبالغه ارزیابی کردن آن افزود: «ساختار صندوق‌های معاملاتی موسوم به ETF که بعنوان کانال توزیع سهام بین مردم در نظر گرفته شده است، شفاف نیست و

سهام ۹ شرکت دولتی که شامل شرکت‌های انرژی، مالی و صنایع فلزی و معدنی هستند در بورس عرضه خواهند شد. به‌طور کلی بر اساس شنیده‌ها، دولت قرار است سهام ۱۸ شرکت به ارزش ۵۴ هزار میلیارد را از طریق بازار سرمایه و صندوق‌های معامله موسوم به ETF به مردم واگذار کند که حضور ۶ شرکت پالایشگاهی، دو خودروسازی، دو بانک دولتی و دو شرکت بیمه‌ای در آن قطعی است. همچنین بر اساس دستور رئیس جمهور در روزهای اخیر مقرر شده وزارت اقتصاد و سازمان بورس مسیر واگذاری شرکت‌های متعلق به نهادهای نظامی و عمومی را هموار کنند. از تعداد بنگاه‌های متعلق به نهادهای نظامی که برآوردی در دست نیست، اما نهادهای عمومی همانند صندوق بازنشستگی کشوری و شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی روی هم رفته حدود ۳۰۰ شرکت غیر بورسی دارند که طبق گفته‌ها،

## در مورد چند و چون طرح واگذاری شرکت‌های دولتی، همایون داری، کارشناس بازار سرمایه در گفت‌وگو با «فرهیختگان»، با اشاره به لزوم اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی اظهار داشت: «طبق بیانات مقام معظم رهبری؛ اصل ۴۴، انقلاب اقتصادی در سال‌های اخیر بوده است که راهکار و مسیر جدیدی را پیش روی اقتصاد کشور قرار داده که اجرای موثر و صحیح آن می‌توانست به بسیاری از مشکلات اقتصادی ایران پایان دهد، اما متأسفانه تاکنون در دولت دهم، یازدهم و دوازدهم به این اصل توجه نشده و عملاً ابلاغیه مربوط به شرکت‌های اصل ۴۴ از دست‌ورکار خارج شد. این در حالی بود که در ادبیات اقتصاد مقاومتی نیز بر مردمی‌سازی اقتصاد تأکید شده بود و تلفیق آن با اصل ۴۴ خیلی زودتر از اینها باید می‌توانست به کمک اقتصاد کشور بیاید. به هر روی در دولت فعلی تاکنون شاهد واگذاری گسترده بنگاه‌ها و یا شرکت‌ها که منجر به کاهش تصدی‌گری و بار دولتی شود، نبوده‌ایم.»

داری با تأکید بر مبنای اصل ۴۴ افزود: «دیگانه بازار سرمایه در اقتصاد همانند صندوق رای در سیاست است که می‌تواند کارآمدترین مسیر برای اجرای مشارکت مردم و مردمی‌سازی اقتصاد در راستای اصل ۴۴ باشد. در بازار سرمایه همه مردم به اندازه سرمایه احتمالاً خود توانایی مشارکت در اقتصاد را داشته و در عین حال به اندازه میزان سرمایه خود در آن حق رای دارند. این بازار می‌تواند ابزار مناسب توزیع ثروت باشد و در عین حال این اجازه و فرصت را به سرمایه‌گذاران می‌دهد که از مزیت‌های اقتصادی بدون ایجاد رانت و به صورت شفاف استفاده به عمل آورند. با توجه به اینکه یکی از مخاطرات نظام‌های سرمایه‌داری بلوکه شدن سرمایه‌های اقتصادی و رانتی شدن مزیت اقتصادی بنگاه‌های آن است، بازار سرمایه می‌تواند با ایجاد سلامت و پذیرش شرکت‌ها همه مردم را با کوچکترین سرمایه‌های خود در بنگاه‌داری شریک سازد. عرضه شرکت‌های بزرگی نظیر فولاد مبارکه، پتروشیمی زاگرس و هولدینگ خلیج فارس می‌تواند با بهره‌مندی از بازده سرمایه‌گذاری مردم در عین ایجاد مزیت اقتصادی به مولدسازی بنگاه‌ها کمک کند، چرا که در غیر این صورت ورود پول به بازار‌هایی مثل طلا و ارز ممکن است به‌طور مقطعی برای سرمایه‌گذاران بازدهی داشته باشد، اما در نهایت به تولید و اشتغال نمی‌تواند منجر شود.»

البته هر چند تأکید بر بازار بورس و تقویت تولید و اشتغال از طریق آن است اما به نظر نمی‌رسد در دو سال اخیر از تمام ظرفیت موجود در بازار برای اهداف مذکور استفاده شده باشد. شرکت دولتی شناخته می‌شود. در نظر داشته باشیم که شرکت‌های دولتی باید با اجازه قانون دولتی شوند. منظور اینکه یا با اجازه دولت ایجاد می‌شوند و یا با اجازه دولت یک شرکت ملی شده و سرمایه آن به نفع دولت ضبط و با انتقال داده می‌شود. البته باید این نوع شرکت‌ها بیشتر سرمایه خود را از بخش‌های دولتی تأدیه کنند؛ حال اینکه یا تمام سرمایه دولتی شده و یا بیش از نیمی از سرمایه شرکت دولتی می‌شود. از جمله این شرکت‌ها می‌توان به شرکت‌هایی مانند ذوب آهن اصفهان، شرکت پتروشیمی ایران، شرکت ملی نفت، بیمه مرکزی ایران و امثالهم اشاره کرد. حال بر اساس گفته‌های وزیر اقتصاد، دولت و وزارت اقتصاد با هدف تأمین مالی ۳۰ هزار میلیاردی برای بودجه سال جاری، درصدد انتقال مالکیت و مردمی کردن اقتصادند. همچنین گفته می‌شود در اردیبهشت‌ماه سال جاری در وهله اول



بورس تهران در ادامه رکوردشکنی‌های پی‌درپی خود به بازدهی ۲۳۰ درصدی از ابتدای فروردین ۹۸ دست یافته است. همین رشد چشمگیر نگرانی‌هایی درباره ارزشمندی یا حبابی شدن سهام به وجود آورده و آرای متضادی را در محافل بورسی رقم زده است. در واقع پس از رشدهای پرشتاب ماه‌های اخیر به‌ویژه کسب سود ۹ درصدی در هفته گذشته، تقابل نظرات در بورس تهران شدت گرفته است؛ به طوری که عده‌ای از فعالان بازار از احتمال پایان موج صعودی لااقل به صورت مقطعی و عده‌ای دیگر از بالا بودن ظرفیت بازار سرمایه برای ادامه صعودها صحبت می‌کنند. این تضادهای نظری کار را به استعفا ریاست این سازمان نیز کشاند که به نظر می‌رسد علت آن عدم تفاهم مسئولان سازمان بورس و مقامات وزارت اقتصاد بر حبابی شدن بازار سرمایه است. با این حال همان‌طور که به دفعات مورد تأکید قرار گرفته است، عمق کم این بازار و ظرف کوچک آن برای سیل خروشان پول‌های ورودی که به تورم روزافزون قیمت‌ها منجر شده، ممکن است در صورت عدم نظارت و کنترل به همان شدت در مسیر تخریب آن قرار گیرد. از همین رو کارشناسان بازار سرمایه بر لزوم عمق بخشی و کنترل نقدینگی موجود از طریق عرضه شرکت‌های اولیه تأکید دارند و از سویی دیگر مسئولان بورسی و اقتصادی کشور با درک اهمیت ویژه بازار سرمایه در جهت‌دهی پول و شیشه‌پول موجود در اقتصاد در راستای حفظ نقدینگی هم‌زمان با حفظ هیجانات، تأمین مالی دولت و کنترل رشد منطقی تر و کندتر بازار تلاش می‌کنند. عرضه شرکت‌های دولتی و عرضه اولیه‌های بزرگی یکی از راه‌های دستیابی به اهدافی است که ذکر آن رفت. در همین زمینه اخیراً دولت مصوبه‌ای برای عرضه سهام بنگاه‌های خود در بورس داشته و رئیس‌جمهور نیز روز گذشته به وزیر اقتصاد دستور داده تا سریعاً سازوکار عرضه سهام بنگاه‌هایی در اختیار دولت، نهادهای عمومی و نیروهای مسلح را در بورس فراهم کند.

با توجه به تجربه قبلی شکست طرح خصوصی‌سازی و عرضه تعدادی از شرکت‌های دولتی در بورس، این بار گریه همه از این طرح بدون استقبال کرده‌اند، اما در چگونگی و سازوکار اجرای مصوبه دولت مباحث زیادی وجود دارد؛ ابهاماتی که برای فعالان بازار سرمایه با اهمیت و بر روند تصمیم‌گیری و درجه ناطمینانی و اطمینان آنها بسیار موثر خواهد بود. در گزارش پیش‌رو، با بررسی اهداف و سازوکار عرضه شرکت‌های دولتی در بازار بورس، ضرورت، مزایا و معایب طرح را در مصاحبه با همایون داری، کارشناس بازار سرمایه به‌گفت‌وگو نشستیم. بررسی‌ها نشان می‌دهد در راستای مردمی‌سازی اقتصاد و فسادزدایی از آن، واگذاری شرکت‌های دولتی از طریق بازار سهام با کمترین فساد همراه خواهد بود، اما موفقیت این طرح در گرو تغییر هم‌زمان مدیریت دولتی در حین انتقال مالکیت دولتی است.

## کدام شرکت‌های دولتی در بورس عرضه می‌شوند؟

هر وقت با اجازه قانون شرکتی تشکیل شود و یا به حکم قانون و یا دادگاه دارای صلاحیت ملی شرکتی مصادره و یا ملی شود مشروط به اینکه بالغ بر ۵۰ درصد از سهام یا سرمایه این شرکت متعلق به یکی از بخش‌ها و یا شرکت‌های دولتی دیگر باشد به‌عنوان شرکت دولتی شناخته می‌شود. این تعریف در ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور به صراحت ذکر شده است. با توجه به مفاد مندرج در این بند از قانون هرگاه شرکتی یا حداکثر سرمایه دولتی یعنی بیش از ۵۰ درصد از سرمایه آن مربوط به دولت باشد شکل بگیرد به‌عنوان شرکت دولتی شناخته می‌شود. بنابراین ممکن است برخی از شرکت‌ها تماماً دولتی بوده و یا با بخش خصوصی برخی از سرمایه‌های خود را به اشتراک گذاشته باشند و یا به زبان ساده‌تر بخش خصوصی نیز در شرکت‌های دولتی دارای سهام یا سرمایه باشد، اما به دلیل اینکه بیشتر سرمایه شرکت متعلق به دولت است از این رو

## معرفی کتاب

نگاهی به کتاب جدید عجم اغلو و رایبسون از منظر بحران در غرب

# نیاز به دولت مقدر مقید برای غلبه بر کرونا

نویسندگان نشان می‌دهند که برای تحقق آزادی میان دوگانه قدرت دولت و جامعه قرار می‌گیریم. اگر جامعه بیش از حد قوی شود به هرج و مرج می‌رسیم و اگر دولت قدرت مطلق باشد دچار استبداد می‌شویم. میان این دوگانه دالانی باریک قرار دارد که آزادی فقط از این طریق محقق می‌شود و ما ناچاریم دولت مقید را در کنار جامعه پویا داشته باشیم تا بتوانیم در دالان قرار بگیریم. کرونا محک خوبی برای جامعه و دولت ماست که بدانیم در کجای این مسیر قرار گرفته‌ایم. بحران برای ما دائمی است، فقط شکل آن تغییر می‌کند و این بار هم با نام کرونا بر سرمان آوار شده است. کرونا از یک سو فضای شک و تردید میان مردم و مسئولان را بازسازی می‌کند؛ فضای ملتپه‌ی که هر بار باید هزینه‌های گزافی را برای آن بدهیم.

فرهیختگان | بحران برای ما نشانه است. به رفتارهای عجیب مردم و مسئولان در این مواقع نگاه کنید. از ضعف مدیریت گرفته تا شایعه، اطلاعات نادرست و... کجای کار می‌لنگد؟ چرا وظایف خود را به‌عنوان دولت یا جامعه درست انجام نمی‌دهیم؟ چرا امنیت و آزادی را رودرروی هم قرار می‌دهیم و به نفع یکی، دیگری را به زیر می‌کشیم؟ جواب این سوال‌ها به‌صورت عمیق و گسترده‌ای در کتاب جدید عجم اغلو و رایبسون با نام «دالان باریک» داده شده است. پاسخ‌هایی که یک‌بار دیگر می‌توان آن را برای بحران کرونا بازخوانی کرد.

دالان باریک حدود یک سال پیش نوشته شده است. آن زمان جهان درگیر کرونا نبود ولی کتاب به‌خوبی مساله مرکزی جوامع و دولت‌ها را صورت‌بندی کرده است.



است ولی با ظرافتی فوق‌العاده و بررسی جوامع و نمونه‌های تاریخی مختلف، ما را به داشتن دولتی مقید و قدرتمند فرامی‌خواند؛ دولتی که به صورت‌های مناسب محدود شده است و راه را برای پویایی و همکاری جامعه فراهم می‌سازد.

جامعه و دولت در بحران‌های پیش‌رو است. کتاب دالان باریک از آنجایی به کمک ما می‌آید که پاسخ‌های منحصر به‌فردی را برای جوامع مختلف قائل می‌شود. کتاب در ظاهر در پاسداشت و طرفداری از آزادی