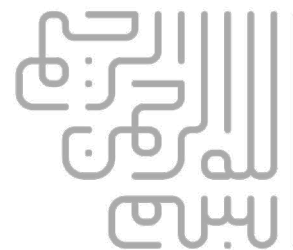


شناسایی ذی‌نفعان نهایی و تحلیل نظام تصمیم‌گیری در زنجیره صنایع معدنی کشور (۱)؛ چارچوب مفهومی و روش‌شناسی پژوهش





عنوان: شناسایی ذی نفعان نهایی و تحلیل نظام تصمیم‌گیری در زنجیره صنایع معدنی کشور (۱)؛
چارچوب مفهومی و روش‌شناسی پژوهش
تهیه و تدوین‌کنندگان (Authors): سیدعلیرضا فاطمی، حسین کارآزمای جهرمی، محمدحسین پیروی
واژه‌های کلیدی: ذی نفعان نهایی، سهام‌داران تلفیقی، سیاست تقسیم سود
ناشر: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

DOI: <https://doi.org/10.22034/mrc.report.21933>

Permanent Link: https://report.mrc.ir/article_11992.html

Publisher : Islamic Parliament Research Center of Iran

عنوان: شناسایی ذی نفعان نهایی و تحلیل نظام تصمیم گیری در زنجیره صنایع معدنی

کشور (۱): چارچوب مفهومی و روش شناسی پژوهش

نوع گزارش: طرح / لایحه ☐، نظارتی ☒، راهبردی ☐، پیش نویس قانونی ☐

نام دفتر: مطالعات انرژی، صنعت و معدن (گروه معدن و صنایع معدنی)

مدیر مطالعه: حسین کارآزمای جهرمی

اظهار نظر کنندگان: سید محمدحسین فاطمی، ابوالفضل دارابی زاده

ناظران علمی: میلاد بیگی، افشین میرزایی، حبیب اله ظفریان

گرافیک و صفحه آرایی: نفیسه حاجی صفری

ویراستار ادبی: زهرا کریمی

تاریخ شروع مطالعه: ۱۴۰۴/۰۲/۰۱



فهرست مطالب

چکیده.....	۶
خلاصه مدیریتی.....	۷
۱. مقدمه.....	۱۰
۲. معرفی شرکت‌های مورد بررسی در زنجیره‌های معدنی.....	۱۲
۳. تعریف اصطلاحات پرتکرار.....	۱۴
۴. بررسی چارچوب تحلیل ساختار سهام‌داری و مالکیت شرکت‌ها.....	۲۰
۵. بررسی چارچوب تحلیل سیاست تقسیم سود شرکت‌ها.....	۲۴
۶. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری.....	۲۷
منابع و مأخذ.....	۲۹

فهرست جداول

جدول ۱. فهرست شرکت‌های بورسی مورد مطالعه.....	۱۲
جدول ۲. فهرست شرکت‌های میانی اصلی و علل تلفیق آنها در گراف‌های تلفیقی.....	۱۶
جدول ۳. انواع خوشه‌های نهادی و تعریف آنها.....	۱۹
جدول ۴. ضرایب برجستگی نقش‌های مختلف در هیئت‌مدیره.....	۲۳
جدول ۵. نحوه محاسبه ضریب مالکیت سهام‌داران شرکت فولاد مبارکه اصفهان.....	۲۴
جدول ۶. بازه‌بندی شاخص شدت سیاست تقسیم سود (D).....	۲۵
جدول ۷. بازه‌بندی شاخص نسبت بازگشت منابع (BR).....	۲۶
جدول ۸. ماتریس تحلیلی مقایسه شاخص‌های D-BR.....	۲۶

فهرست شکل

شکل ۱. گراف مراحل تحلیل مالکیت شرکت‌های مورد بررسی.....	۲۰
---	----



شناسایی ذی‌نفعان نهایی و تحلیل نظام تصمیم‌گیری در زنجیره صنایع معدنی کشور (۱)؛ چارچوب مفهومی و روش‌شناسی پژوهش

چکیده



زنجیره‌های ارزش صنایع معدنی، یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصادی کشور به‌شمار می‌روند؛ زنجیره‌هایی که از استخراج سنگ معدن آغاز شده و تا فرآوری مواد معدنی و تولید محصولات نهایی امتداد می‌یابند. یکی از چالش‌های اساسی در زمینه سیاست‌گذاری در این حوزه، فقدان تصویری دقیق و شفاف از نقش و جایگاه واقعی هر یک از نهادها و مجموعه‌های متولی در ساختار مالکیت و در میان ذی‌نفعان نهایی شرکت‌های فعال در این زنجیره‌هاست. این وضعیت موجب شده حدود مسئولیت‌ها و اختیارات نهادهای مختلف، به روشنی مشخص نباشد و در برخی موارد، به دلیل پیچیدگی و عدم شفافیت ساختارها، هر یک از نهادها مسئولیت خود را در مدیریت و تصمیم‌گیری، محدود تلقی کنند. شکل‌گیری ساختارهای پیچیده و درهم‌تنیده مدیریتی و حاکمیت شرکتی در این زنجیره‌ها، سبب شده بسیاری از شرکت‌های بزرگ فاقد مالک اصلی (ذی‌نفع نهایی واحد) باشند و از طریق شبکه‌ای از شرکت‌ها و نهادهای واسطه اداره شوند؛ به گونه‌ای که این نهادهای واسطه نیز خود با ساختاری چندلایه و پیچیده به ذی‌نفعان نهایی متصل‌اند. پیامد چنین ساختاری آن است که سیاست‌گذاران به‌سادگی نمی‌توانند ذی‌نفع نهایی و میزان اثرگذاری واقعی هر بازیگر را در سهام‌داری، مدیریت و جهت‌گیری‌های کلان ارزیابی کنند. این مجموعه گزارش‌ها با هدف شناسایی مالکان و ذی‌نفعان نهایی شرکت‌های حاضر در زنجیره‌های ارزش معدنی، تحلیل نظام تصمیم‌گیری حاکم بر تخصیص سود و سیاست‌های توسعه سرمایه‌ای این شرکت‌ها، تدوین شده است. دامنه بررسی شامل کلیه شرکت‌های بورسی زنجیره‌ها اعم از زنجیره‌های آهن و فولاد، سیمن، مس، آلومینیوم، سرب و روی، زغال‌سنگ و شرکت‌های سرمایه‌گذاری حوزه معدنی بوده است. بر این اساس تعداد ۱۰۰ شرکت فعال بورسی در زنجیره این

صنایع شناسایی و ساختار مالکیت آنها براساس زنجیره سهام‌داری و ترکیب هیئت‌مدیره از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا زمان تهیه گزارش تحلیل شده است. همچنین برای هر شرکت، روند سودآوری و تقسیم سود شرکت ارزیابی و تحلیل شده است. در این مجموعه گزارش‌ها، چارچوبی بومی و متناسب با اهداف پژوهش طراحی و به کار گرفته شده است. در گزارش حاضر - به عنوان نخستین شماره از این مجموعه - مدل مذکور به صورت تفصیلی معرفی و تبیین شده است. در گزارش‌های آتی، این مدل به عنوان مبنای تحلیل استفاده شده است.

خلاصه مدیریتی

بیان / شرح مسئله

زنجیره‌های ارزش صنایع معدنی، یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصادی کشور به‌شمار می‌روند؛ زنجیره‌هایی که از استخراج سنگ معدن آغاز شده و تا فراوری مواد معدنی و تولید محصولات نهایی امتداد می‌یابند. این زنجیره‌ها نه تنها سهم قابل توجهی در تولید ناخالص داخلی و صادرات غیرنفتی دارند، بلکه به واسطه گستردگی شبکه شرکت‌های فعال، وابستگی‌های متقابل و حجم بالای سرمایه‌گذاری‌ها، از اهمیت ژئواقتصادی و راهبردی بالایی نیز برخوردارند.

با این حال یکی از چالش‌های اساسی در زمینه سیاست‌گذاری در این حوزه، فقدان تصویری دقیق و شفاف از نقش و جایگاه واقعی هر یک از نهادها و مجموعه‌های متولی در ساختار مالکیت و در میان ذی‌نفعان نهایی شرکت‌های فعال در این زنجیره‌هاست. این وضعیت موجب شده حدود مسئولیت‌ها و اختیارات نهادهای مختلف، به روشنی مشخص نباشد و در برخی موارد، به دلیل پیچیدگی و عدم شفافیت ساختارها، هر یک از نهادها مسئولیت خود را در مدیریت و تصمیم‌گیری، محدود تلقی کنند. این مسئله سبب می‌شود به راحتی نتوان مسئولیت تصمیمات و سیاست‌های اتخاذ شده در شرکت‌های بزرگ را به یک یا چند نهاد مشخص نسبت داد و متناسب با سطح اختیارات آنها، حدود وظایف هر یک را شناسایی و مطالبه کرد. در حقیقت شکل‌گیری ساختارهای پیچیده و درهم‌تنیده مدیریتی و حاکمیت شرکتی در این زنجیره‌ها، سبب شده بسیاری از شرکت‌های بزرگ - مانند شرکت‌های فعال در بازار سرمایه - فاقد مالک اصلی باشند و از طریق شبکه‌ای از شرکت‌ها و نهادهای واسطه اداره شوند؛ به گونه‌ای که این نهادهای واسطه نیز خود با ساختاری چندلایه و پیچیده به ذی‌نفعان نهایی متصل‌اند. پیامد چنین ساختاری آن است که سیاست‌گذاران به سادگی نمی‌توانند ذی‌نفع نهایی و میزان اثرگذاری واقعی هر بازیگر را در سهام‌داری، مدیریت و جهت‌گیری‌های کلان ارزیابی کنند.

در حال حاضر در برخی موارد، نهادها و شرکت‌هایی وجود دارند که در ظاهر سهم مالکیت اندکی در یک بنگاه دارند، اما با بررسی دقیق‌تر روابط سهام‌داری و پیوندهای نهادی، مشخص می‌شود که در عمل نقش قابل توجهی در فرایند تصمیم‌گیری ایفا می‌کنند. یکی از ریشه‌های این وضعیت را می‌توان در شیوه واگذاری و فرایند خصوصی‌سازی واحدهای معدنی و صنعتی طی دهه‌های گذشته در کشور جست‌وجو کرد. نظام تصمیم‌گیری که پیش‌تر عمدتاً در اختیار شمار محدودی از نهادهای دولتی بود، با ورود بازیگران متنوع دولتی و غیردولتی، به ساختاری به مراتب پیچیده‌تر و چندلایه‌تر تبدیل شد؛ به گونه‌ای که در حال حاضر در بسیاری از موارد، سهم و جایگاه واقعی هر یک از بازیگران اقتصادی، در ساختار مالکیت و کنترل شرکت‌ها به صورت شفاف، قابل تشخیص نیست. هر چند این اعداد در چارچوب قانون تجارت الزام یا آثار حقوقی خاصی ندارند، اما در مطالعات سیاست‌گذاری صنعتی و تحلیل قدرت سازمانی، ابزار مؤثری برای فهم ظرفیت مداخله نهادها در شرکت‌ها در کنار واقعیت‌های میدانی محسوب می‌شوند.

از سوی دیگر، شناخت ساختار مالکیت به‌تنهایی برای درک نحوه اثرگذاری ذی‌نفعان بر عملکرد شرکت‌ها کافی نیست؛ بلکه باید مشخص شود این ذی‌نفعان در تصمیمات کلیدی شرکت، به‌ویژه در خصوص نحوه تخصیص و تقسیم سود، چه نقشی ایفا می‌کنند. سیاست تقسیم سود،



علاوه بر تعیین نحوه توزیع منافع حاصل از فعالیت شرکت میان ذی‌نفعان، می‌تواند بر منابع قابل تخصیص به توسعه، سرمایه‌گذاری مجدد و تأمین مالی طرح‌های آتی زنجیره معدنی نیز اثرگذار باشد. از این رو، شناسایی الگوی رفتار و نظام تصمیم‌گیری ذی‌نفعان در این حوزه می‌تواند تصویری روشن‌تر از منافع، اولویت‌ها و میزان اثرگذاری واقعی آنها بر مسیر توسعه شرکت‌ها و زنجیره‌های ارزش ارائه کند.

در چنین بستری، شناخت دقیق ساختار مالکیت و نظام تصمیم‌گیری حاکم بر شرکت‌های فعال در این زنجیره‌ها، پیش‌شرط طراحی هرگونه سیاست مؤثر در حوزه تنظیم‌گری، توسعه صنعتی و حکمرانی زنجیره‌های معدنی محسوب می‌شود؛ زیرا ذی‌نفعان اصلی صنعت، تأثیر بسزایی در اجرا و کارآمدی هرگونه سیاستی داشته و نقش ویژه‌ای در وضع موجود دارند.

بر این اساس، این مجموعه گزارش‌ها با هدف شناسایی مالکان و ذی‌نفعان نهایی شرکت‌های حاضر در زنجیره‌های ارزش معدنی، تحلیل نظام تصمیم‌گیری حاکم بر تخصیص سود و سیاست‌های توسعه‌ای این شرکت‌ها، تدوین شده است. برای رسیدن به این هدف، رویکردی چندلایه و ترکیبی به کار گرفته شده که بر بازخوانی ساختار رسمی سهام‌داری شرکت‌ها و سپس بازسازی لایه‌های پنهان مالکیت استوار است. دامنه بررسی شامل کلیه شرکت‌های بورسی زنجیره‌ها اعم از زنجیره‌های آهن و فولاد، سیمان، مس، آلومینیوم، سرب، طلا، روی، زغال‌سنگ و شرکت‌های سرمایه‌گذاری حوزه معدنی بوده است. بر این اساس تعداد ۱۰۰ شرکت فعال بورسی در زنجیره این صنایع (از جمله ۳۰ شرکت در زنجیره آهن و فولاد و ۳۹ شرکت در صنعت سیمان) شناسایی و ساختار مالکیت آنها براساس زنجیره سهام‌داری و ترکیب هیئت‌مدیره طی ۱۳ سال گذشته تحلیل شده است. همچنین برای هر شرکت، روند سودآوری و تقسیم سود شرکت ارزیابی و تحلیل شده است.

با توجه به پیچیدگی‌های موجود در فرایند دستیابی به تصویری جامع از ساختار مالکیت و نظام تصمیم‌گیری در زنجیره‌های ارزش معدنی کشور، در این مجموعه گزارش‌ها، چارچوبی بومی و متناسب با اهداف پژوهش، طراحی و به کار گرفته شده است. از آنجاکه فهم دقیق این چارچوب برای درک منطق استدلال و نتایج تحلیلی گزارش‌ها ضروری است، در گزارش حاضر - به عنوان نخستین شماره از این مجموعه - مدل مذکور به صورت تفصیلی معرفی و تبیین می‌شود. در گزارش‌های آتی، این مدل به عنوان مبنای تحلیل استفاده می‌شود.

نقطه‌نظرات / یافته‌های کلیدی

■ با وجود دسترسی عمومی به اطلاعات سهام‌داری شرکت‌های بورسی فعال در زنجیره‌های معدنی کشور، ساختار واقعی مالکیت و کنترل در این شرکت‌ها غالباً پیچیده‌تر از آن چیزی است که در ترکیب سهام‌داران مستقیم منعکس می‌شود. در بسیاری از موارد، سهام‌داران عمده، خود زیر مجموعه شرکت‌ها یا نهادهایی هستند که به صورت غیرمستقیم به یک یا چند ذی‌نفع اصلی تعلق دارند. این درهم‌تنیدگی مالکیتی (از طریق روابط مالکیت مستقیم و غیرمستقیم، مالکیت متقابل، سهام‌های تودلی و شرکت‌های واسطه) باعث می‌شود که ارزیابی ظاهری سهام‌داران نتواند تصویری واقعی از کانون‌های اصلی قدرت و تصمیم‌گیری ارائه دهد. از این رو، شناسایی لایه‌های پنهان سهام‌داری و بازسازی نقشه نهایی ذی‌نفعان، ضرورتی راهبردی برای فهم درست روابط مالکیتی در این زنجیره‌ها به شمار می‌آید.

■ در بخش‌های مختلف این سلسله گزارش‌ها، تحلیل سهام‌داران تلفیقی برای هر یک از شرکت‌های هدف، ارائه شده است. سهام‌داری که مجموع مالکیت مستقیم و غیرمستقیم وابسته به آن، به صورت تجمیعی محاسبه می‌شود. هنگام تجمیع سهام‌داران عمده و ترسیم گراف سهام‌داران تلفیقی، برخی شرکت‌های واسطه بیش از دو بار در زنجیره مالکیت شرکت‌های مختلف تکرار شده‌اند. بر این اساس ۱۳ مورد از این شرکت‌های واسطه در فرایند پژوهش شناسایی شدند که عمدتاً در زنجیره‌های آهن و فولاد و سیمان فعالیت دارند. از آنجاکه در بررسی سهام‌داران تلفیقی، سهام آنها به طور کامل در مالک اصلی ادغام شده، این شرکت‌های میانی نقش تعیین‌کننده‌ای در جمع‌بندی گزارش‌ها دارند. در این میان، شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت با ۳۳ مورد تکرار و شرکت سیمان فارس و خوزستان با ۱۷ مورد تکرار، بیشترین حضور را در زنجیره‌های معدنی داشته‌اند.

■ با هدف ارائه تصویری منسجم‌تر و کاربردی‌تر از ساختار ذی‌نفعان، ذی‌نفعان نهایی بر اساس وجوه مشترک میان آنها در چند گروه طبقه‌بندی شده‌اند. این وجوه مشترک می‌تواند ناشی از الگوهای مشابه مالکیت، ارتباطات ساختاری در زنجیره سهام‌داری یا نقش و جایگاه مشابه در حاکمیت شرکتی باشد. به هر یک از این گروه‌ها، «خوشه نهادی» اطلاق می‌شود؛ به این معنا که مجموعه‌ای از ذی‌نفعان نهایی که از منظر ساختار مالکیت، ارتباطات نهادی یا نقش در تصمیم‌گیری دارای ویژگی‌های مشابه هستند، در یک خوشه قرار می‌گیرند. هدف از این دسته‌بندی، کاهش پراکندگی ذی‌نفعان و فراهم کردن امکان تحلیل و مقایسه الگوهای قدرت و اثرگذاری نهادهای مختلف در زنجیره‌های معدنی است. در این گزارش، ذی‌نفعان نهایی در قالب هشت خوشه نهادی طبقه‌بندی شده‌اند.

با تلفیق ساختار مالکیتی بازسازی شده و الگوی نفوذ استخراج شده، روند بلندمدت تقسیم سود نقدی و افزایش سرمایه شرکت‌ها تحلیل شده تا نوع استراتژی تخصیص منابع هر ذی‌نفع نهایی - اعم از سیاست‌های مبتنی بر توزیع حداکثری سود، سیاست‌های رشدمحور و افزایش سرمایه، یا رویکردهای متعادل میان این دو - تعیین شود. این تحلیل مبتنی بر بررسی توالی تصمیمات مالی شرکت‌ها در طول زمان و تطبیق آنها با ساختارهای مالکیتی است، به گونه‌ای که بتوان هم‌زمان ماهیت ترجیحات اقتصادی ذی‌نفعان و پیامدهای آن بر ظرفیت سرمایه‌گذاری و توسعه زنجیره را تبیین کرد.

پیشنهاد راهکار تقنینی، نظارتی یا سیاستی

دامنه بررسی این مجموعه گزارش، به شرکت‌های بورسی فعال در زنجیره ارزش معدن و صنایع معدنی محدود شده است. در اغلب این زنجیره‌ها، بخش عمده شرکت‌های بزرگ، در بازار سرمایه حضور دارند؛ باین حال، همچنان برخی از بازیگران بزرگ زنجیره‌های معدنی کشور، در بورس پذیرش نشده‌اند و اطلاعات مالی خود را به صورت عمومی منتشر نمی‌کنند. این امر موجب می‌شود که اتکای صرف به داده‌های شرکت‌های بورسی، تصویر کاملاً دقیقی از ساختار مدیریتی، نظام تصمیم‌گیری در تخصیص سود و سیاست‌های توسعه سرمایه‌ای تمامی شرکت‌های فعال در این بخش ارائه نکند. بر این اساس ضروری است چارچوب تحلیلی مستقلی برای بررسی ساختار مدیریتی و سیاست‌های توسعه‌ای شرکت‌های غیربورسی فعال در این زنجیره‌ها طراحی و تدوین شود تا تصویر ارائه شده به سیاست‌گذاران اقتصادی کشور از جامعیت، دقت و اتکالپذیری بیشتری برخوردار باشد.

دامنه بررسی این مجموعه گزارش، به شرکت‌های بورسی فعال در زنجیره ارزش معدن و صنایع معدنی محدود شده است. اگرچه بخش قابل توجهی از شرکت‌های بزرگ این زنجیره‌ها در بازار سرمایه حضور دارند، یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که حتی در میان شرکت‌های بورسی نیز شناسایی ذی‌نفعان نهایی، روابط مالکیتی و میزان اثرگذاری واقعی آنها، در برخی موارد به دلیل پیچیدگی ساختارهای سهام‌داری و تعدد لایه‌های مالکیت، بادشواری همراه است. از این رو، ضروری است الزامات مربوط به افشای اطلاعات، گزارشگری مالی، حسابرسی و حاکمیت شرکتی به گونه‌ای تقویت شود که شناسایی ذی‌نفع نهایی، سهامداری تلفیقی و روابط میان اشخاص و نهادهای وابسته، با شفافیت و سهولت بیشتری امکان‌پذیر باشد. تدوین الزامات و استانداردهای اجرایی در این زمینه، مستلزم بررسی‌های تخصصی توسط نهادهای ذی‌ربط، به‌ویژه سازمان بورس و نهادهای حرفه‌ای حوزه حسابرسی و حاکمیت شرکتی است.

از سوی دیگر، همچنان برخی از بازیگران بزرگ زنجیره‌های معدنی کشور در بورس پذیرش نشده‌اند و اطلاعات مالی و مالکیتی خود را به صورت عمومی منتشر نمی‌کنند. این امر موجب می‌شود اتکای صرف به داده‌های شرکت‌های بورسی، تصویر کاملاً دقیقی از ساختار مدیریتی، نظام تصمیم‌گیری در تخصیص سود و سیاست‌های توسعه سرمایه‌ای تمامی شرکت‌های فعال در این بخش ارائه نکند. بر این اساس، ضروری است در کنار تقویت الزامات شفافیت برای شرکت‌های بورسی، چارچوب تحلیلی مستقلی نیز برای بررسی ساختار مدیریتی و سیاست‌های توسعه‌ای شرکت‌های غیربورسی فعال در این زنجیره‌ها طراحی و تدوین شود تا تصویر ارائه شده به سیاست‌گذاران اقتصادی کشور از جامعیت، دقت و اتکالپذیری بیشتری برخوردار باشد.



۱. مقدمه

زنجیره‌های ارزش صنایع معدنی، یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصادی کشور به‌شمار می‌روند؛ زنجیره‌هایی که از استخراج سنگ معدن آغاز شده و تا فراوری مواد معدنی و تولید محصولات نهایی امتداد می‌یابند. این زنجیره‌ها نه تنها سهم قابل توجهی در تولید ناخالص داخلی و صادرات غیرنفتی دارند، بلکه به واسطه گسترده‌ی شبکه شرکت‌های فعال، وابستگی‌های متقابل و حجم بالای سرمایه‌گذاری‌ها، واجد اهمیت ژئواقتصادی و راهبردی بالایی نیز هستند. با این حال یکی از چالش‌های اساسی در زمینه سیاستگذاری در این حوزه، فقدان تصویری دقیق و شفاف از نقش و جایگاه واقعی هر یک از نهادها و مجموعه‌های متولی در ساختار مالکیت و در میان ذی‌نفعان نهایی شرکت‌های فعال در این زنجیره‌هاست. این وضعیت موجب شده حدود مسئولیت‌ها و اختیارات نهادهای مختلف، به روشنی مشخص نباشد و در برخی موارد، به دلیل پیچیدگی و عدم شفافیت ساختارها، هر یک از نهادها مسئولیت خود را در مدیریت و تصمیم‌گیری، محدود تلقی کنند. این مسئله سبب می‌شود به راحتی نتوان مسئولیت تصمیمات و سیاست‌های اتخاذ شده در شرکت‌های بزرگ را به یک یا چند نهاد مشخص نسبت داد. در حقیقت شکل‌گیری ساختارهای پیچیده و درهم‌تنیده مدیریتی و حاکمیت شرکتی در این زنجیره‌ها، سبب شده بسیاری از شرکت‌های بزرگ -از جمله شرکت‌های فعال در بازار سرمایه- فاقد مالک و ذی‌نفع نهایی واحد باشند و از طریق شبکه‌ای از شرکت‌ها و نهادهای واسطه اداره شوند؛ به گونه‌ای که این نهادهای واسطه نیز خود با ساختاری چندلایه و پیچیده به ذی‌نفعان نهایی متصل‌اند. پیامد چنین ساختاری آن است که سیاستگذاران به سادگی نمی‌توانند ذی‌نفع نهایی و میزان اثرگذاری واقعی هر بازیگر را در سهام‌داری، مدیریت و جهت‌گیری‌های کلان ارزیابی کنند.

در حال حاضر در برخی موارد نهادها و شرکت‌هایی وجود دارند که در ظاهر سهم مالکیت‌اندکی در یک بنگاه دارند، اما با بررسی دقیق‌تر روابط سهام‌داری و پیوندهای نهادی، مشخص می‌شود که در عمل نقش قابل توجهی در فرایند تصمیم‌گیری ایفا می‌کنند. یکی از ریشه‌های این وضعیت را می‌توان در شیوه‌های واگذاری و فرایند خصوصی‌سازی واحدهای معدنی و صنعتی طی دهه‌های گذشته در کشور جست‌وجو کرد. نظام تصمیم‌گیری که پیش‌تر عمدتاً در اختیار شمار محدودی از نهادهای دولتی بود، با ورود بازیگران متنوع دولتی و غیردولتی، به ساختاری به مراتب پیچیده‌تر و چندلایه‌تر تبدیل شد؛ به گونه‌ای که در حال حاضر در بسیاری از موارد، سهم و جایگاه واقعی هر یک از بازیگران اقتصادی، در ساختار مالکیت و کنترل شرکت‌ها به صورت شفاف، قابل تشخیص نیست.

در چنین بستری، شناخت دقیق ساختار مالکیت و نظام تصمیم‌گیری حاکم بر شرکت‌های فعال در این زنجیره‌ها، پیش‌شرط طراحی هرگونه سیاست مؤثر در حوزه تنظیم‌گری، توسعه صنعتی و حکمرانی زنجیره‌های معدنی محسوب می‌شود؛ زیرا ذی‌نفعان اصلی صنعت، تأثیر بسزایی در اجرا و کارآمدی هرگونه سیاستی داشته و نقش ویژه‌ای در وضع موجود دارند.

بر این اساس، این سلسله‌گزارش‌ها با هدف شناسایی مالکان و ذی‌نفعان نهایی شرکت‌های حاضر در زنجیره‌های ارزش معدنی و تحلیل نظام تصمیم‌گیری حاکم بر تخصیص سود و سیاست‌های توسعه سرمایه‌ای این شرکت‌ها، تدوین شده است. برای رسیدن به این هدف، رویکردی چندلایه و ترکیبی به کار گرفته شده که بر بازخوانی ساختار رسمی سهام‌داری شرکت‌ها و سپس بازسازی لایه‌های پنهان مالکیت استوار است. دامنه بررسی شامل کلیه بازیگران

بورس‌پذیر زنجیره‌ها- از استخراج و فراوری سنگ معدن تا صنایع تولید فلزات- است؛ به گونه‌ای که هر واحد تولیدی از منظر مالکیتی و نقش در شبکه تصمیم‌گیری مورد مذاقه قرار گرفته است.

با توجه به پیچیدگی‌های موجود در فرایند دستیابی به تصویری جامع از ساختار مالکیت و نظام تصمیم‌گیری در زنجیره‌های ارزش معدنی کشور، در این مجموعه گزارش‌ها، چارچوبی (مدلی) بومی و متناسب با اهداف پژوهش، طراحی و به کار گرفته شده است. از آنجاکه فهم دقیق این چارچوب برای درک منطق استدلال و نتایج تحلیلی گزارش‌ها ضروری است، در گزارش حاضر -به عنوان نخستین شماره از این مجموعه- مدل مذکور به صورت تفصیلی معرفی و تبیین می‌شود. در گزارش‌های آتی، این مدل به عنوان مبنای تحلیل استفاده می‌شود.

به طور کلی در این سلسله گزارش‌ها در مرحله نخست، ترکیب سهام‌داران «مستقیم» هر شرکت استخراج و طبقه‌بندی شده است. سپس با پیگیری مسیرهای سهام‌داری فرادست و میان دست (شامل مالکیت شرکت به شرکت، هلدینگ‌ها، نهادهای واسط و شخصیت‌های حقوقی مرتبط)، نسبت‌های مؤثر مالکیت به ذی‌نفعان نهایی اختصاص داده شده است. برای مواجهه با پیچیدگی‌هایی مانند مالکیت متقاطع، سهام‌داری لایه‌ای و شرکت‌های تابعه، قواعدی نظام‌مند اعمال شده تا سهم مؤثر هر ذی‌نفع در سطح نهایی تعیین شود؛ به طوری که تصویر نهایی، نمایانگر «کانون‌های قدرت» حقیقی و نه صرفاً ترکیب ظاهری سهام‌داران باشد.

از آنجاکه درصد مالکیت به تنهایی معیار کافی برای سنجش نفوذ تصمیم‌گیری نیست، بررسی میدانی تر و کیفی‌تری نیز انجام شده است: ترکیب و ساختار هیئت‌مدیره هر شرکت، تصدی پست‌های کلیدی (مانند ریاست هیئت‌مدیره و مدیریت عامل)، و تناسب حضور نمایندگان ذی‌نفعان در سطوح مدیریتی و نظارتی تحلیل شده تا الگوی واقعی نفوذ و کانال‌های اثرگذاری شناسایی شود. برای تبدیل مشاهدات کیفی به نشانه‌های تحلیلی قابل مقایسه، وزن‌گذاری معقول و شفاف بر مبنای معیارهای ساختاری و حقوقی صورت گرفته و در مواردی که ابهام وجود داشت، قضاوت کارشناسی-اجماعی در کارگروه‌های تخصصی، ملاک عمل قرار گرفته است.

در نهایت، با تلفیق ساختار مالکیتی بازسازی شده و الگوی نفوذ استخراج شده، روند بلندمدت تقسیم سود نقدی و افزایش سرمایه شرکت‌ها تحلیل شده تا نوع استراتژی تخصیص منابع هر ذی‌نفع نهایی -اعم از سیاست‌های مبتنی بر توزیع حداکثری سود، سیاست‌های رشدمحور و افزایش سرمایه، یا رویکردهای متعادل میان این دو- تعیین شود. این تحلیل مبتنی بر بررسی توالی تصمیمات مالی شرکت‌ها در طول زمان و تطبیق آنها با ساختارهای مالکیتی و نفوذی است، به گونه‌ای که بتوان هم‌زمان ماهیت ترجیحات اقتصادی ذی‌نفعان و پیامدهای آن بر ظرفیت سرمایه‌گذاری و توسعه زنجیره را تبیین کرد.

نتایج این مطالعه، تصویری جامع از شبکه مالکیت و تصمیم‌گیری در زنجیره‌های ارزش معدنی کشور ارائه می‌دهد و می‌تواند مبنایی برای تحلیل تمرکز قدرت، ارزیابی رفتار اقتصادی ذی‌نفعان اصلی و طراحی سیاست‌های مؤثر در حوزه حکمرانی و توسعه پایدار زنجیره‌های معدنی قرار گیرد.



۲. معرفی شرکت‌های مورد بررسی در زنجیره‌های معدنی

در این سلسله‌گزارش‌ها، شرکت‌های بورسی ثبت شده و فعال بازار سرمایه در زنجیره‌های معدنی کشور شامل زنجیره‌های آهن و فولاد، سیمان، مس، آلومینیوم، سرب و روی و زغال سنگ به تفکیک، بررسی شده‌اند. بر این اساس تعداد ۱۰۰ شرکت فعال بورسی در زنجیره این صنایع (از جمله ۳۱ شرکت در زنجیره آهن و فولاد و ۳۹ شرکت در صنعت سیمان) شناسایی شده و ساختار مالکیت آنها براساس زنجیره سهام‌داری و ترکیب هیئت‌مدیره طی ۱۳ سال گذشته تحلیل شده است. در ادامه نیز برای هر شرکت روند سودآوری و تقسیم سود شرکت ارزیابی و تحلیل شده است.

فهرست شرکت‌های مورد بررسی به تفکیک زنجیره‌های آهن و فولاد، سیمان و مس، آلومینیوم، سرب و روی و زغال سنگ در جدول ۱ نشان داده شده است.

جدول ۱. فهرست شرکت‌های بورسی مورد مطالعه [۱]

زنجیره آهن و فولاد					
ردیف	نام شرکت	نماد بورسی	ردیف	نام شرکت	نماد بورسی
۱	فولاد مبارکه اصفهان	فولاد	۱۷	فولاد امیرکبیر کاشان	فجر
۲	معدنی و صنعتی چادرملو	کچاد	۱۸	فولاد آلیاژی یزد	فولای
۳	آهن و فولاد ارفع	ارفع	۱۹	فولاد خوزستان	فخوز
۴	فولاد آلیاژی ایران	فولائز	۲۰	فولاد سیرجان ایرانیان	سیسکو
۵	آهن و فولاد غدیر ایرانیان	فغدیر	۲۱	فولاد شاهرود	فرود
۶	فراوری معدنی اپال کانی پارس	اپال	۲۲	فولاد کاوه جنوب کیش	کاوه
۷	پارس فولاد سبزواری	فسبزواری	۲۳	فولاد کاویان	فوکا
۸	توسعه معدنی و صنعتی مبانور	کنور	۲۴	فولاد هرمزگان جنوب	هرمز
۹	تولیدی فولاد سپید فراب کویر	کویر	۲۵	لوله و ماشین‌سازی ایران	فلوله
۱۰	جهان فولاد سیرجان	فجهان	۲۶	ماداکتو استیل کرد	فماک
۱۱	ذوب آهن اصفهان	ذوب	۲۷	مجمع فولاد خراسان	فخاس
۱۲	صبا فولاد خلیج فارس	فصبا	۲۸	معدنی و صنعتی گل‌گهر	کگل
۱۳	صنایع فروآلیاژ ایران	فروژ	۲۹	معدنی و صنعتی گهرزمین	کگهر
۱۴	صنعتی سپاهان	فسپا	۳۰	نورد قطعات فولادی	فنورد
۱۵	صنعتی سپتتا	فپتتا	۳۱	نورد و لوله اهواز	فاهواز
۱۶	غلطک‌سازان سپاهان	فسازان			

زنجیره سیمان					
ردیف	نام شرکت	نماد بورسی	ردیف	نام شرکت	نماد بورسی
۱	بین‌المللی ساروج بوشهر	ساروج	۲۱	سیمان خزر	سخزر
۲	سیمان اردستان	اردستان	۲۲	سیمان شرق	سشرق
۳	سیمان شمال	ششمال	۲۳	سیمان صوفیان	سمصوفی
۴	سیمان قائن	سقایین	۲۴	سیمان فارس	سفار
۵	گروه صنایع سیمان کرمان	سکرما	۲۵	سیمان خوزستان	سخوز
۶	سیمان مازندران	سمازن	۲۶	سیمان دشتستان	سدشت
۷	سیمان داراب	ساراب	۲۷	سیمان دورود	سدور
۸	سیمان ارومیه	ساروم	۲۸	سیمان سفیدنی ریز	سنیر
۹	سیمان اصفهان	سصفها	۲۹	سیمان شاهرود	سرود
۱۰	سیمان تهران	ستران	۳۰	سیمان فارس نو	سفانو
۱۱	سیمان ایلام	سیلام	۳۱	سیمان کارون	سکارون
۱۲	سیمان آبیک	سآبیک	۳۲	سیمان کردستان	سکرد
۱۳	سیمان آرتا اردبیل	ساربیل	۳۳	سیمان لار سبزوار	سبزوا
۱۴	سیمان باقران	سباقر	۳۴	سیمان لارستان	سلار
۱۵	صنایع سیمان غرب	سغرب	۳۵	سیمان مجد خواف	سخواف
۱۶	سیمان بجنورد	سبجنو	۳۶	سیمان ممتازان کرمان	سمتاز
۱۷	سیمان ساوه	ساوه	۳۷	سیمان هرمزگان	سهرمز
۱۸	سیمان سپاهان	سپاها	۳۸	سیمان هگمتان	سهگمت
۱۹	سیمان بهبهان	سبهان	۳۹	مجتمع سیمان غرب آسیا	سجام
۲۰	سیمان خاش	سخاب			
زنجیره سرب و روی					
ردیف	نام شرکت	نماد بورسی	ردیف	نام شرکت	نماد بورسی
۱	کالسیمین	فاسمین	۷	سوژمیران	فسوژ
۲	فراوری مواد معدنی ایران	فرآور	۸	گسترش صنایع روی ایرانیان	فگستر
۳	زرین معدن آسیا	فرزین	۹	تولید و توسعه سرب روی ایرانیان	فتوسا
۴	ملی سرب و روی ایران	فسرب	۱۰	صنعت روی زنگان	زنگان
۵	صنعتی و معدنی کیمیای زنگان گستران	کیمیا	۱۱	باما	کاما
۶	ذوب روی اصفهان	فروی	۱۲	معادن بافق	کبافق



زنجیره آلومینیوم					
ردیف	نام شرکت	نماد بورسی	ردیف	نام شرکت	نماد بورسی
۱	آلومینیوم ایران	فایرا	۴	صنعتی آلومتک	فالوم
۲	آلومینای ایران	آلومینا	۵	آلومراد	فمراد
۳	گروه کارخانه‌های تولیدی نورد آلومینیوم	فنوال			
زنجیره زغال‌سنگ					
ردیف	نام شرکت	نماد بورسی	ردیف	نام شرکت	نماد بورسی
۱	زغال‌سنگ پروده طبس	کزغال	۴	ذغال‌سنگ نگین طبس	کطبس
۲	فراوری زغال‌سنگ پروده طبس	کپرور	۵	صنعتی و معدنی شمال شرق شاهرود	کشرق
۳	کانی کربن طبس	کربن			
زنجیره مس					
ردیف	نام شرکت	نماد بورسی	ردیف	نام شرکت	نماد بورسی
۱	ملی مس ایران	فملی	۳	مجمع معادن مس تکنار	تکنار
۲	صنایع مس شهید باهنر	فباهنر			
شرکت‌های سرمایه‌گذاری حوزه معدنی					
ردیف	نام شرکت	نماد بورسی	ردیف	نام شرکت	نماد بورسی
۱	شرکت سرمایه‌گذاری توسعه معادن و فلزات	ومعادن	۴	بین‌المللی توسعه صنایع و معادن غدیر	وکغدیر
۲	شرکت سرمایه‌گذاری صدرتأمین	تامیکو	۵	سرمایه گذاری‌گروه مالی کیمیا مس ایرانیان	وکیمیا
۳	سرمایه‌گذاری پرتو تابان معادن و فلزات	وپرتو تابان	۶	سرمایه‌گذاری آتیه اندیشان مس	وندیش

۳. تعریف اصطلاحات پرتکرار

۳-۱. گراف سهام‌داران عمده

گراف سهام‌داران عمده، سهام‌داران مستقیم شرکت را بر مبنای آخرین ترکیب سهام‌داری منتشر شده در وبسایت شرکت فناوری بورس تهران و مطابق با تاریخ تهیه گزارش ارائه می‌کند [۱]. سهام‌دارانی که بیش از یک درصد از کل سهام شرکت را در اختیار داشته‌اند، به عنوان سهام‌داران عمده شناسایی شده و در نمودار نمایش داده شده‌اند. بنابراین بدیهی است که جمع میزان سهام‌داری در گراف‌های رسم شده به عدد ۱۰۰ نمی‌رسد، زیرا از قید نام سهام‌داران زیر ۱ درصد و سهام‌شناور شرکت اجتناب شده است. به عبارتی دیگر سهام باقی‌مانده تا ۱۰۰ درصد در هر گراف مربوط به سایر سهام‌داران است. این موضوع در گراف تلفیقی نیز صدق می‌کند.

۳-۲. شرکت‌های واسطه مالی

در گراف سهام‌داران عمده، در برخی موارد نام شرکت‌های واسطه مالی مشاهده می‌شود که مالک نهایی سهام آنها در نگاه اول مشخص نیست. برای تعیین جایگاه واقعی این واسطه‌های مالی - که در مواردی سهام قابل توجهی نیز در اختیار دارند - یک رویه واحد اتخاذ شده است. با بررسی یادداشت‌های مربوط به سرمایه در آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده و مقایسه آن با آخرین اطلاعات سهام‌داری، و همچنین مصاحبه با مدیران مالی شرکت و افراد مطلع مالک اصلی سهام مشخص شده است.

۳-۳. گراف سهام‌داران تلفیقی

گراف سهام‌داران تلفیقی، نموداری است که صرفاً سهام‌داران عمده را نمایش نمی‌دهد، بلکه مالکین اصلی هر شرکت را نشان می‌دهد. مالکین اصلی می‌توانند از جنس شرکت تولیدی، هلدینگ سرمایه‌گذاری یا نهادهای عمومی غیر دولتی و صندوق‌های بازنشستگی باشند.

در این گراف، اگر یک شرکت از طریق چند واسطه (یک یا چند شرکت دیگر) سهام‌دار یک شرکت باشد، سهم تمام این واسطه‌ها با هم تجمیع شده و به نام شرکت مادر یا مالک اصلی ثبت می‌شود. بنابراین فقط اسامی شرکت‌هایی در گراف تلفیقی قید شده که سهام تلفیقی آنها بیش از یک درصد بوده باشد. به عنوان مثال اگر شرکت «الف» مالک اصلی سه شرکت «ب»، «ج» و «د» باشد و این سه شرکت هر کدام به ترتیب ۱۰، ۱۵ و ۲۰ درصد از سهام شرکت «ه» را داشته باشند، در گراف تلفیقی به جای سهام جداگانه «ب»، «ج» و «د»، یک سهم ۴۵ درصدی به نام «الف» نمایش داده می‌شود.

۳-۴. شرکت‌های میانی پر تکرار

در بخش‌های مختلف این سلسله گزارش‌ها، تحلیل سهام‌داران تلفیقی برای هر یک از شرکت‌های هدف، ارائه شده است. هنگام تجمیع سهام‌داران عمده و ترسیم گراف سهام‌داران تلفیقی، برخی شرکت‌های واسطه بیش از دو بار در زنجیره مالکیت شرکت‌های مختلف تکرار شده‌اند (به ویژه در بررسی شرکت‌های فعال در زنجیره‌های آهن و فولاد و سیمان). از آنجاکه در بررسی سهام‌داران تلفیقی، سهام آنها به طور کامل در مالک اصلی ادغام شده، این شرکت‌های میانی نقش تعیین‌کننده‌ای در جمع‌بندی گزارش دارند. بنابراین برای جلوگیری از تکرار در متن گزارش در جدول ۲، نام این شرکت‌های میانی و دلیل ادغام کامل آنها در یک سهام‌دار مادر توضیح داده شده است. بنابراین برای باقی شرکت‌های میانی نیز شیوه تحلیل و علت ادغام، مشابه موارد مندرج در این جدول بوده که با هدف تلخیص، از ذکر آنها اجتناب شده و صرفاً موارد پر تکرار به عنوان نمونه آورده شده است.



جدول ۲. فهرست شرکت‌های میانی اصلی و علل تلفیق آنها در گراف‌های تلفیقی [۱]

ردیف	نام شرکت	تعداد تکرار	نام شرکت مادر	علت تلفیق
۱	سرمایه‌گذاری‌های استانی سهام عدالت	۳۳	سهام عدالت	- تمامی سرمایه‌گذاری‌های استانی سهام عدالت ذیل نهاد واحد اداره می‌شوند. - نام این شرکت‌ها در زنجیره آهن و فولاد، ۱۵ مرتبه و در زنجیره سیمان، ۱۸ مرتبه تکرار شده است.
۲	شرکت سیمان فارس و خوزستان	۱۷	سازمان تأمین اجتماعی	۵۱٫۳ درصد از سهام این شرکت به‌صورت مستقیم تحت تملک سرمایه‌گذاری سیمان تأمین (سیتا) است. ۸۹٫۴۱ درصد از سهام سیتا به‌صورت مستقیم و ۹۰٫۳۸ درصد به‌صورت غیرمستقیم در اختیار سازمان تأمین اجتماعی است.
۳	بازارگردانی صباگستر نفت و گاز تأمین	۱۱	سازمان تأمین اجتماعی	- طبق اطلاعات مجمع عادی سالیانه ۱۴۰۳، ۵۱ درصد از سهام شرکت متعلق به شرکت گروه مالی صباتأمین (مبا) بوده و ۴۸ درصد متعلق به شرکت سرمایه‌گذاری نفت و گاز و پتروشیمی تأمین (تاپیکو) است. ۸۴٫۶۸ درصد از سهام مبا و ۶۶٫۷۷ درصد از سهام تاپیکو متعلق به سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) است. ۸۵٫۷ درصد از سهام شستا نیز به‌صورت مستقیم در اختیار سازمان تأمین اجتماعی بوده و به‌صورت غیرمستقیم این سازمان ۸۷٫۲۶ درصد از سهام شستا را در اختیار دارد.
۴	سرمایه‌گذاری ملی ایران (ونیکی)	۸	بانک تجارت	- با لحاظ سهامداری مستقیم، ۴۱٫۹ درصد سهام شرکت ونیکی با روش محاسبه سهام به شکل تلفیقی، ۴۵٫۲ درصد سهام ونیکی متعلق به بانک تجارت است. ۲ عضو هیئت‌مدیره شامل رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل ونیکی نمایندگان بانک تجارت هستند. - نام این شرکت‌ها در زنجیره آهن و فولاد، ۳ مرتبه و در زنجیره سیمان، ۵ مرتبه تکرار شده است.
۵	شرکت سرمایه‌گذاری سیمان تأمین (سیتا)	۶	سازمان تأمین اجتماعی	با لحاظ سهامداری مستقیم، ۸۹٫۴۱ درصد از سهام سیتا و با روش محاسبه سهام به شکل تلفیقی، ۹۰٫۳۸ درصد آن در اختیار سازمان تأمین اجتماعی است.
۶	سرمایه‌گذاری توسعه معادن و فلزات (ومعادن)	۵	فولاد مبارکه اصفهان	- با لحاظ سهامداری مستقیم، ۵۰٫۸ درصد سهام شرکت ومعادن و با روش محاسبه سهام به شکل تلفیقی، ۵۵٫۹ درصد سهام آن در اختیار شرکت فولاد مبارکه اصفهان است. ۳ عضو هیئت‌مدیره شامل رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل ومعادن توسط شرکت فولاد مبارکه اصفهان تعیین می‌شود.
۷	شرکت توسعه سرمایه و صنعت غدیر (سغدیر)	۵	سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح (ساتا)	۶۷٫۰۵ درصد از سهام سغدیر تحت تملک سرمایه‌گذاری غدیر (وغدیر) است و با روش محاسبه سهام به شکل تلفیقی ۸۸٫۲۰ درصد از سهام این شرکت در تملک ساتاست. - تمامی اعضای هیئت‌مدیره سغدیر در اختیار وغدیر و سایر شرکت‌های تابعه ساتاست.

ردیف	نام شرکت	تعداد تکرار	نام شرکت مادر	علت تلفیق
۸	سرمایه‌گذاری و توسعه صنایع سیمان (سیدکو)	۵	بانک ملی	• ۸۷ درصد از سهام سیدکو در اختیار سرمایه‌گذاری گروه توسعه ملی (وبانک) است. • ۶۴ درصد از سهام وبانک به‌صورت مستقیم در اختیار بانک ملی است. • تمامی اعضای هیئت‌مدیره سیدکو در اختیار شرکت‌های تابعه بانک ملی است.
۹	شرکت سیمان شمال (ششمال)	۵	بانک ملی	• ۶۵,۸۸ درصد سهام ششمال به صورت مستقیم در اختیار سرمایه‌گذاری و توسعه صنایع سیمان بوده و با روش محاسبه سهام به شکل تلفیقی بانک ملی مالک ۶۷,۴۵ درصد از سهام ششمال است. • مدیرعامل و سه عضو از هیئت‌مدیره ششمال در اختیار شرکت‌های تابعه بانک ملی است.
۱۰	بین‌المللی توسعه صنایع و معادن غدیر (وگدیر)	۳	سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح (ساتا)	• ۸۳ درصد وگدیر به‌صورت مستقیم در اختیار سرمایه‌گذاری غدیر (وگدیر) است. • با لحاظ سهامداری مستقیم ۱۸,۸ درصد از سهام وگدیر به‌صورت مستقیم و با روش محاسبه سهام به شکل تلفیقی ۵۱ درصد آن در اختیار ساتاست. • ۹۱,۶ درصد شرکت وگدیر به‌صورت تلفیقی در اختیار ساتاست. • تمامی اعضای هیئت‌مدیره وگدیر در اختیار وگدیر و سایر شرکت‌های تابعه وگدیر و ساتاست.
۱۱	توسعه و مدیریت سرمایه صبا	۳	صندوق بازنشستگی بانک‌ها	شرکت غیربهره‌بر بوده اما براساس آخرین صورت‌های مالی منتشر شده متاهی به ۱۴۰۳/۰۹/۳۰، ۱۰۰ درصد سهام شرکت متعلق به صندوق بازنشستگی بانک‌هاست.
۱۲	سرمایه‌گذاری آتیه صبا	۳	صندوق بازنشستگی کشوری	شرکت در بورس ثبت شده اما پذیرفته نشده است. به همین جهت آخرین صورت‌های مالی منتشر شده آن مربوط به ۱۴۰۰/۱۲/۲۹ بوده ۱۰۰ درصد سهام آن متعلق به صندوق بازنشستگی کشوری است.
۱۳	صندوق بازارگردانی لاجورد دماوند	۳	سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح (ساتا)	• ۹۰ درصد واحدهای تحت تملک صندوق متعلق به شرکت تأمین سرمایه دماوند (تماوند) بوده و ۱۰ درصد آن متعلق به سرمایه‌گذاری اعتضاد غدیر است. • ۵۲,۸ درصد سهم تماوند به‌صورت تلفیقی متعلق به ساتاست. • شرکت سرمایه‌گذاری اعتضاد غدیر نیز واحد فرعی ساتا به‌شمار می‌رود.



۵-۳. گراف سهام‌داران نهایی

گراف سهام‌داران نهایی، نموداری تحلیلی است که با هدف شناسایی و سنجش میزان مالکیت و نفوذ نهادهای کلان سیاستگذار و سهام‌داران نهایی در شرکت‌ها تدوین می‌شود. این گراف با افزودن یک یا چند لایه جزئیات به «گراف سهام‌داری تلفیقی» و تجمیع سهام‌داری‌های مستقیم و غیرمستقیم به صورت سلسله‌مراتبی، سهم مؤثر هر نهاد یا سازمان نهایی را مشخص می‌کند. در این چارچوب، تفکیک مالکیت نهادهایی مانند سازمان گسترش و نوسازی معادن و صنایع معدنی ایران (ایمیدرو) از سهام عدالت و همچنین تفکیک نقش بانک‌ها و شرکت‌های دولتی در سهام‌داری‌های مشترک به عنوان مؤلفه کلیدی لحاظ می‌شود. به عنوان نمونه، پرداختن به سهام شرکت فولاد مبارکه اصفهان که به طور مستقیم و غیرمستقیم در بسیاری از شرکت‌های فولادی سهام‌دار بوده و خود نیز ذیل طیفی از سهام‌داران دولتی، عمومی و خصوصی قرار می‌گیرد، نشان می‌دهد چگونه این گراف می‌تواند ساختار مالکیت را تا سطح نهاد ذی‌نفع نهایی روشن کند. هر چند این اعداد در چارچوب قانون تجارت الزام یا آثار حقوقی خاصی ندارند، اما در مطالعات سیاستگذاری صنعتی و تحلیل قدرت سازمانی، ابزار مؤثری برای فهم ظرفیت مداخله نهادها در شرکت‌ها در کنار واقعیت‌های میدانی محسوب می‌شوند.

با توجه به اینکه در به دست آوردن سهام مربوط به هر ذی‌نفع نهایی از ضرب سلسله‌مراتبی سهام تلفیقی سهام‌داران استفاده شده، بدیهی است که با ضرب دو عدد کوچک‌تر از ۱ در یکدیگر، عدد کوچک‌تری تولید شده و مجموع میزان سهام در گراف سهام‌داران نهایی از مجموع میزان سهام در گراف سهام‌داران تلفیقی و عمده کمتر است.

۶-۳. ذی‌نفع نهایی

ذی‌نفع نهایی، شخصیتی حقیقی یا حقوقی بوده که پس از تجمیع تمام لایه‌های مالکیت مستقیم و غیرمستقیم، بالاترین سطح کنترل اقتصادی یا اثرگذاری راهبردی بر یک شرکت را داراست و خود در سلسله‌مراتب مالکیت، تابع نهاد دیگری نیست. در این گزارش، ذی‌نفع نهایی نهادی بوده که زنجیره سهام‌داری در آن متوقف می‌شود و سهم نهایی منتسب به آن، بیانگر قدرت مؤثر آن نهاد بر شرکت مورد بررسی است؛ حتی اگر در سطح کلان سیاستگذاری، ذیل یک نهاد حکمرانی گسترده‌تر تعریف شده باشد. با این تعریف تعداد و تنوع ذی‌نفعان نهایی مستقل زیاد خواهد بود.

برای ارائه یک جمع‌بندی کاربردی، در گام بعدی تلاش شده تا ذی‌نفعان نهایی به گونه‌ای دسته‌بندی شوند که در عین جلوگیری از تعدد دسته‌ها، اشتراکی منطقی بین ذی‌نفعان نهایی مستقر در هر دسته برقرار باشد. به هر کدام از این دسته‌ها یک خوشه نهادی گفته می‌شود. در ادامه تعریف و جزئیات مربوط به انواع خوشه‌های نهادی ارائه می‌شود.

۷-۳. خوشه نهادی

خوشه نهادی دسته‌ای از ذی‌نفعان نهایی است که با اتکا به الگوهای مشابه مالکیت، ارتباطات ساختاری در زنجیره سهام‌داری یا نقش‌های همراستا در حاکمیت شرکتی، در یک گروه مشترک طبقه‌بندی می‌شوند. هدف از شکل‌گیری این خوشه‌ها، نمایش ساختار قدرت نهادی در قالبی منسجم‌تر و کاهش پراکندگی در شبکه مالکیت است. در جدول ۳، انواع خوشه‌های نهادی بیان و تعریف مختصری از آنها ارائه شده است.

جدول ۳. انواع خوشه‌های نهادی و تعریف آنها

ردیف	نام خوشه نهادی	تعریف
۱	صندوق‌های بازنشستگی	مجموعه نهادهای عمومی غیردولتی فعال در حوزه بازنشستگی که منابع مالی ناشی از حق بیمه و پس‌انداز شاغلان و بازنشستگان را مدیریت کرده و از طریق شرکت‌های زیرمجموعه یا هلدینگ‌ها در بنگاه‌های اقتصادی سرمایه‌گذاری می‌کنند. این خوشه شامل سازمان تأمین اجتماعی، صندوق بازنشستگی کشوری، سازمان تأمین اجتماعی، صندوق بازنشستگی حمایت و بازنشستگی کارکنان فولاد، صندوق بیمه اجتماعی کشاورزان، روستائیان و عشایر، صندوق بازنشستگی بانک‌ها و نهادهای مشابه است. سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح ذیل نهادهای نظامی قرار گرفته، زیرا ساختار اداره آن کاملاً مستقل از سایر صندوق‌های بیمه اجتماعی است. صندوق ذخیره فرهنگیان به خاطر ماهیت خود یعنی تأمین معیشت در دوران بازنشستگی، در همین دسته قرار گرفته است. بانک رفاه کارگران و مجموعه‌های اقتصادی ذیل آن نیز که سهام عمده آن در اختیار سازمان تأمین اجتماعی بوده، در همین دسته قرار گرفته است.
۲	سهام عدالت	مجموعه نهادهایی که سهام عدالت تخصیص یافته به عموم مردم را به صورت مستقیم و غیرمستقیم مدیریت می‌کنند. این خوشه شامل وزارت امور اقتصادی و دارایی، کانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام عدالت و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی عدالت بوده و بیانگر مالکیت عمومی تجمیع شده در ساختار شرکت‌هاست.
۳	بانک دولتی	بانک‌هایی که مالکیت مؤثر، حق کنترل و تعیین مدیران آنها مستقیماً در اختیار دولت (عمدتاً وزارت امور اقتصادی و دارایی) قرار دارد و در عمل به عنوان بازوی مالی بخش عمومی عمل می‌کنند. این خوشه شامل بانک‌هایی مانند ملی، سپه، تجارت، صادرات و توسعه صادرات، صنعت و معدن و سایر بانک‌های کاملاً دولتی یا تحت کنترل دولت است.
۴	ایمیدرو	مجموعه شرکت مادر و شرکت‌های زیرمجموعه «سازمان توسعه و نوسازی معادن و صنایع معدنی ایران (ایمیدرو)» که به عنوان نهاد توسعه‌ای دولت در بخش معدن و صنایع معدنی فعالیت کرده و مالکیت و کنترل شرکت‌های مرتبط را اعمال می‌کند. این خوشه یک نهاد توسعه‌ای تخصصی است، نه صرفاً یک سهام‌دار.
۵	نیروهای مسلح	مجموعه نهادها، بنیادها، شرکت‌ها و هلدینگ‌های وابسته به نیروهای مسلح (سپاه، ارتش، نیروی انتظامی) که به صورت مستقیم یا از طریق زنجیره مالکیتی در شرکت‌های اقتصادی سهام‌دار یا کنترل‌کننده هستند. سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح و هلدینگ‌های اقتصادی آن و همچنین بنیاد تعاون سپاه و بسیج و سایر مجموعه‌های اقتصادی وابسته در این دسته قرار گرفته‌اند.
۶	نهادهای حاکمیتی	نهادهای عمومی غیردولتی با مأموریت‌های اقتصادی و اجتماعی که تحت چارچوب فرادولتی و ذیل دفتر مقام معظم رهبری فعالیت می‌کنند؛ مانند بنیاد مستضعفان، ستاد اجرایی فرمان امام، آستان قدس رضوی و هلدینگ‌های مرتبط با آنها. این خوشه معمولاً دارای توان مالی و مدیریتی مستقل از دولت اجرایی است. بانک پارسیان و هلدینگ‌های ذیل آن به عنوان یک بانک ذیل ستاد اجرایی فرمان امام شهید (ره)، در همین دسته قرار گرفته است.
۷	خصوصی	مجموعه شرکت‌ها و اشخاص حقیقی یا حقوقی مستقل از دولت، نهادهای عمومی غیردولتی، بنیادهای انقلابی و نهادهای نظامی که مالکیت آنها به طور کامل در بخش خصوصی قرار دارد. این خوشه شامل اشخاص حقیقی، کارآفرینان، هلدینگ‌های خصوصی و شرکت‌های صنعتی/مالی خصوصی است.
۸	بانک خصوصی	بانک‌هایی که مالکیت و کنترل آنها در اختیار بخش خصوصی (حقیقی یا حقوقی) است و دولت نقشی در مدیریت یا ترکیب هیئت‌مدیره آنها ندارد. این خوشه شامل بانک‌هایی مانند پاسارگاد، سامان، گردشگری و ... است.

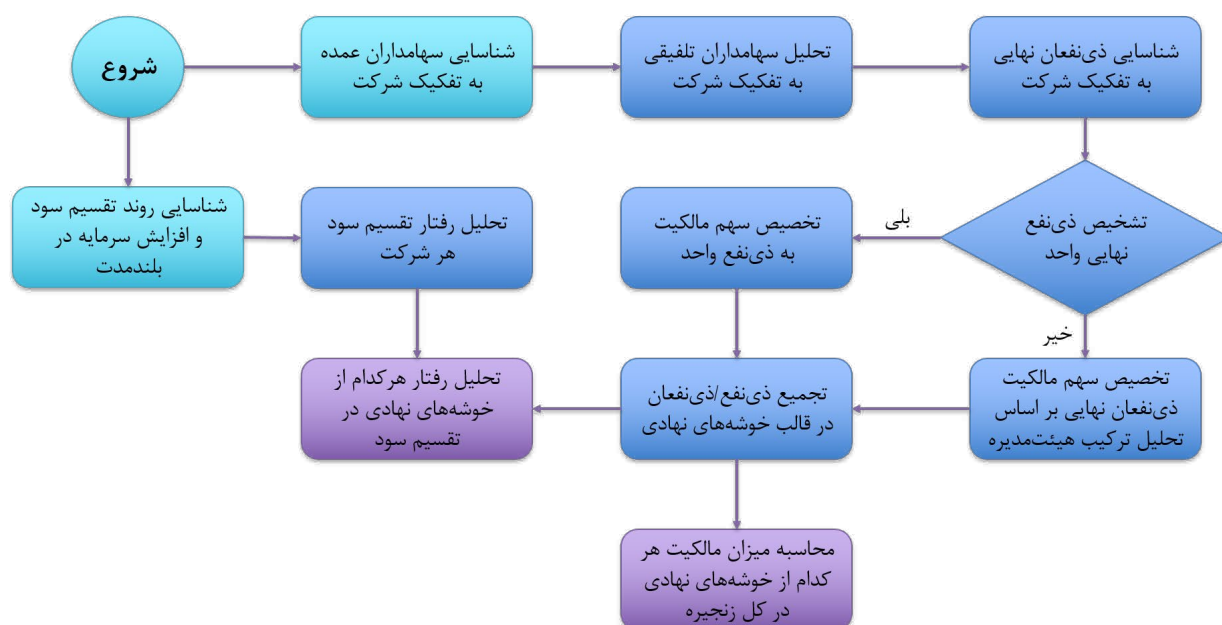
مأخذ: یافته‌های پژوهش.

۱-۴. مراحل بررسی ساختار سهام‌داری و مالکیت

تحلیل ساختار مالکیت شرکت‌ها کار پیچیده و دشواری است، زیرا واقعیت شرکت‌ها در برخی از اوقات با ساختار سهام‌داری منتشر شده آنها در مراجع رسمی متفاوت است. چینش ساختار سهام‌داری شرکت‌ها بالاخص در صنایعی مانند آهن و فولاد به‌نحوی است که نمی‌توان با نگاه اول متوجه شد که مالکیت شرکت در اختیار چه مجموعه یا نهادی است. بر همین اساس متناسب با ساختار پیچیده سهام‌داری باید یک ساختار پیچیده تحلیلی ایجاد کرد تا بتوان به بخشی از حقایق قابل حصول دست پیدا کرد. تأکید بر اینکه تنها بخشی از حقایق، قابل حصول هستند از این جهت بوده که مبنای یک گزارش علمی صرفاً اسناد منتشر شده رسمی شرکت‌هاست که ذیل نظارت دستگاه‌های ذی‌ربط تولید می‌شوند. تقاطع‌گیری و تحلیل چندلایه این داده‌ها حقایق بسیار ارزشمندی را در خصوص ساختار مالکیت آنها شفاف می‌کند؛ اما نمی‌توان ادعا کرد که این تحلیل چندلایه می‌تواند تمامی روابط غیررسمی و قواعد غیرمکتوب را نیز در نظر بگیرد.

همان‌طور که گفته شد در این سلسله‌گزارش‌ها، از یک ساختار چندلایه برای تحلیل مالکیت شرکت‌های بورسی فعالی در حوزه معدن و صنایع معدنی استفاده شده است. برای درک بهتر این چارچوب تحلیل، گام‌های آن به ترتیب مطابق شکل ۱ بیان شده است.

شکل ۱. گراف مراحل تحلیل مالکیت شرکت های مورد بررسی



مأخذ: یافته‌های پژوهش.

گام اول

در نخستین گام، سهام‌داران عمده شرکت با توجه به داده‌های رسمی منتشر شده در تارنمای شرکت مدیریت فناوری بورس تهران احصا شده‌اند. در این سطح، نام سهام‌دارانی که به صورت مستقیم مالکیت شرکت هدف را در اختیار دارند مشخص می‌شود. ممکن است ساختار سهام‌داری، کاملاً پیچیده و مجموعه‌ای از سهام‌داران قدرتمند با درصدهای سهام‌داری مختلف بوده یا شامل تعداد معدودی از سهام‌داران واجد سهام عمده باشد. در هر دو صورت با توجه به اینکه هدف گزارش رسیدن به لایه ذی‌نفعان نهایی است، نمی‌توان در این گام متوقف شد.

■ گام دوم

در گام دوم سهام‌داران تلفیقی شرکت بررسی می‌شوند. این اقدام با سطح دقت بسیار بالایی انجام پذیرفته و سهام‌داران تلفیقی تا سطحی که دیگر نتوان یک سهام‌دار میانی را به صورت کامل به یک سهام‌دار مادر منصوب کرد، شناسایی شده‌اند. گراف سهام‌داری تلفیقی می‌تواند گام نهایی در شناسایی ذی‌نفعان نهایی باشد. در صورتی که تمامی سهام‌داران تلفیقی از نوع سهام‌داران نهایی باشند؛ عملاً مسیر شناسایی ذی‌نفع نهایی به پایان رسیده است.

در صورتی که مالکیت اکثریت سهام تلفیقی و اکثریت اعضای هیئت‌مدیره در اختیار یک سهام‌دار نهایی باشد، آن سهام‌دار نهایی به عنوان مالک شرکت شناخته می‌شود. اما در صورتی که این طور نباشد، باید از طریق قواعدی که در ادامه بیان می‌شود، سهم مالکیت سهام‌داران نهایی مختلف مشخص شود.

■ گام سوم

همان‌طور که گفته شد در برخی شرکت‌ها تمامی سهام‌داران تلفیقی از نوع ذی‌نفع نهایی بوده و عملاً گراف سهام‌داری تلفیقی با گراف سهام‌داری نهایی یکسان می‌شود. اما در برخی شرکت‌ها در بین سهام‌داران تلفیقی نام شرکت‌هایی دیده می‌شود که از جنس ذی‌نفع نهایی نیستند. بنابراین در این مرحله رسم گراف سهام‌داران نهایی ضرورت می‌یابد.

■ گام چهارم

همان‌طور که در گام دوم توضیح داده شد اگر نتوان یک ذی‌نفع نهایی برای شرکت شناسایی کرد، به قواعد تحلیلی رجوع شده است. مبدأ ورود به قواعد تحلیلی، شناسایی ترکیب اعضای هیئت‌مدیره است. در واقع با شناسایی ترکیب اعضای هیئت‌مدیره مشخص می‌شود، کدام ذی‌نفعان نهایی با استفاده از قدرت سهام‌داری و تشکیل ائتلاف خود توانسته‌اند کرسی‌های اصلی هیئت‌مدیره را به خود اختصاص دهند. بر همین اساس جدول آخرین نسخه اعضای هیئت‌مدیره بر اساس صورت جلسه مجمع عمومی سالیانه شرکت به نمایش درآمده است.

■ گام پنجم

بعد از انجام مقدمات چهارگانه فوق‌الذکر و در صورت نیاز به تعیین سهم مالکیت برای هر ذی‌نفع نهایی (مطابق آنچه در گام دوم توضیح داده شد)، باید از روشی علمی و مورد قبول نخبگان، سهم هر ذی‌نفع را مشخص کرد. در قسمت بعدی روش تحقیق فرایند این کار به طور کامل توضیح داده شده است. بنابراین این روش بر مبنای توسعه برخی روش‌های علمی حوزه مدیریت ذی‌نفعان توسعه داده شده و با توجه به نبود روش ساختار یافته علمی که در گذشته کارآمدی خود را ثابت کرده باشد و با توجه به نیاز خاص این گزارش، یک روش معقول، توسعه داده شده است. پس از شناسایی ذی‌نفعان نهایی، با توجه به تعریف خوشه‌های نهادی و دسته‌بندی آنها، میزان سهام مالکیتی هر خوشه نهادی مشخص می‌شود.

۴-۲. تحلیل نفوذ سهام‌داران در اداره شرکت

یکی از اهداف اصلی این گزارش، برآورد میزان نفوذ هر سهام‌دار نهایی در فرایند تصمیم‌گیری و اداره شرکت است. در شرکت‌های صنعتی بزرگ و سرمایه‌بر نظیر شرکت‌های فعال در زنجیره آهن و فولاد، تصمیمات کلان شرکت -از جمله سیاست‌های مالی، سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، تقسیم سود، توسعه ظرفیت و راهبردی عملیاتی- در چارچوب حاکمیت شرکتی و از طریق تعامل ارکان رسمی آن اتخاذ می‌شود. در چنین شرکت‌هایی، تضاد یا همراستایی منافع سهام‌داران می‌تواند به طور مستقیم بر مسیر توسعه و پایداری شرکت اثر گذار باشد. بر اساس قانون تجارت ایران، تصمیمات کلیدی شرکت حاصل تعامل دو نهاد اصلی است:

۴-۲-۱. هیئت‌مدیره

مطابق مواد (۲۳۲) و (۲۳۸) قانون تجارت، هیئت‌مدیره مسئول تهیه صورت‌های مالی، گزارش عملکرد، پیشنهاد سیاست‌های مالی و ارائه



چارچوب تصمیمات کلان به مجمع عمومی است. هیئت‌مدیره در عمل نقش محوری در «طراحی، تحلیل و پیشنهاد» تصمیمات دارد و کیفیت تصمیمات آن به ترکیب نقش‌ها، سطح تخصص، دسترسی به اطلاعات و ساختار قدرت درون هیئت‌مدیره وابسته است [۲].

۲-۲-۴. مجمع عمومی عادی سالیانه

مطابق مواد (۸۶) تا (۹۰) قانون تجارت، مجمع عمومی عادی سالیانه مرجع نهایی تصویب صورت‌های مالی، سیاست‌های مالی و تصمیمات کلان شرکت است. تصمیمات مجمع با اکثریت نصف به علاوه یک آرای حاضرین اتخاذ می‌شود و در نوبت دوم، جلسه با هر میزان حضور، رسمیت می‌یابد. از این رو، میزان مالکیت سهام‌داران، نقش تعیین‌کننده‌ای در جهت‌دهی نهایی به تصمیمات دارد. در نتیجه، قدرت واقعی سهام‌داران در اداره و پیشبرد امور شرکت، صرفاً تابع میزان مالکیت آنها نیست، بلکه از ترکیب دو منبع قدرت شکل می‌گیرد:

■ نفوذ نهادی آنها در هیئت‌مدیره از طریق تعیین نقش‌های کلیدی؛

■ قدرت ساختاری آنها در مجمع عمومی از طریق میزان سهام و توان رأی‌سازی.

در برخی ساختارهای سهام‌داری، ممکن است یک ذی‌نفع نهایی به صورت هم‌زمان مالکیت کنترل‌کننده سهام و اکثریت نقش‌های کلیدی هیئت‌مدیره (نظیر مدیرعامل، رئیس یا اعضای موظف) را در اختیار داشته باشد. در چنین شرایطی، تمرکز قدرت در هیئت‌مدیره و مجمع موجب می‌شود که تصمیمات شرکت عملاً تحت کنترل کامل همان ذی‌نفع بوده و استفاده از مدل کمی تحلیل نفوذ، موضوعیت نداشته باشد. در این حالت، کل قدرت تصمیم‌گیری به همان ذی‌نفع نهایی تخصیص داده می‌شود.

اما در شرکت‌هایی که چند سهام‌دار فعال حضور دارند، نقش‌های هیئت‌مدیره میان آنها توزیع شده و امکان ائتلاف یا رقابت در مجمع وجود دارد، به‌ویژه در مواردی که گراف‌های تلفیقی مالکیت نتوانسته‌اند ذی‌نفع نهایی غالب را به‌طور شفاف مشخص کنند. در این موارد نیاز به یک مدل کمی، عینی و قابل دفاع برای تحلیل وزن نفوذ سهام‌داران ضروری است.

۳-۴. چارچوب نظری مدل: بسط و بومی‌سازی مدل سالیانس

مدل ارائه شده در این گزارش برای تحلیل نفوذ سهام‌داران براساس بسط و بومی‌سازی مدل برجستگی ذی‌نفعان^۱ توسعه یافته است. مطابق این مدل، میزان اثرگذاری هر ذی‌نفع تابع سه ویژگی اصلی است: قدرت اعمال اراده، مشروعیت نهادی و فوریت اثرگذاری. در این تحلیل، سهام‌داران و نمایندگان آنها در هیئت‌مدیره به عنوان ذی‌نفعان اصلی اداره شرکت در نظر گرفته شده و این سه ویژگی متناسب با ساختار حاکمیت شرکتی بازتعریف شده‌اند.

۱-۳-۴. ارزیابی برجستگی نقش‌ها در هیئت‌مدیره

برجستگی هر نقش در هیئت‌مدیره براساس سه بُعد زیر ارزیابی می‌شود [۴]. بنابراین ویژگی‌های فردی اشخاص (نظیر شخصیت یا نفوذ غیررسمی) به دلیل عدم قابلیت سنجش عینی، در این مدل لحاظ نشده و تحلیل صرفاً بر مبنای ماهیت حقوقی و نهادی نقش‌ها انجام شده است.

■ قدرت اعمال اراده^۲

این بُعد نشان‌دهنده میزان دسترسی نقش به اطلاعات کلیدی، منابع و اختیار اجرایی در اداره شرکت است. نقش‌هایی که درگیر عملیات روزمره، تصمیمات مالی، برنامه‌ریزی سرمایه‌گذاری و مدیریت منابع هستند، از سطح بالاتری از این قدرت برخوردارند. مدیرعامل و اعضای موظف هیئت‌مدیره به دلیل دسترسی گسترده به اطلاعات عملیاتی و مالی و نقش مستقیم در اجرا، بالاترین امتیاز را در این بُعد دریافت می‌کنند. این بُعد بیشترین اهمیت را در اداره و پیشبرد امور شرکت و تصمیم‌های اصلی آن دارد و وزن آن ۰/۴۵ در نظر گرفته شده است [۴].

1. Stakeholder Salience Model
2. Power

■ مشروعیت نهادی^۱

مشروعیت نهادی بیانگر جایگاه رسمی و قانونی نقش در ساختار حاکمیت شرکتی است. از آنجایی که تمامی اعضا از جهت قانونی، حق یکسانی برای مداخله در فرایندها داشته و رأی افراد نسبت به یکدیگر از جهت ندارد؛ مشروعیت جایگاه حقوقی آنها یکسان در نظر گرفته می‌شود. وزن این بُعد ۱۵/۰ در نظر گرفته شده است.

■ فوریت اثرگذاری^۲

این بُعد ناظر بر توان ایفای نقش در جهت‌دهی سریع به تصمیمات، اقناع سایر اعضا و اثرگذاری بر جریان تصمیم‌سازی در مقاطع حساس است. رئیس هیئت‌مدیره، نایب‌رئیس و در مواردی مدیرعامل، به دلیل داشتن اطلاعات کامل از فرایندها و رویه‌های جاری شرکت، توان شکل‌دهی به دستور جلسه و هدایت بحث‌ها، از فوریت اثرگذاری بالاتری برخوردارند. مدیرعامل و تیم پشتیبان او به صورت مستقیم از تصمیمات متأثر شده و فوریت زیادی در تأثیرگذاری بر آنها دارند. وزن این بُعد ۴/۰ تعیین شده است [۵].

بر این اساس با توجه به امتیازدهی هر نقش در سه بعد فوق و اعمال وزن‌ها، ضرایب برجستگی نقش‌ها به صورت جدول ۴ به دست آمده است:

جدول ۴. ضرایب برجستگی نقش‌های مختلف در هیئت‌مدیره

نقش	Power	Legitimacy	Urgency	امتیاز نهایی
مدیرعامل	۵	۵	۵	۵
رئیس هیئت‌مدیره	۳	۵	۴	۳/۷
عضو موظف هیئت‌مدیره	۳	۵	۳	۳/۳
نایب‌رئیس هیئت‌مدیره	۲	۵	۱/۵	۲/۳
عضو غیرموظف	۱	۵	۱	۱/۶

مأخذ: همان.

این ضرایب نشان‌دهنده وزن نسبی نقش‌ها در اداره و پیشبرد امور شرکت هستند و نه صرفاً در یک تصمیم خاص. به عنوان مثال، امتیاز بالاتر مدیرعامل ناشی از قدرت اجرایی و اطلاعاتی بالاست، در حالی که امتیاز رئیس هیئت‌مدیره بیشتر از مشروعیت نهادی و توان هدایت فرایند تصمیم‌گیری ناشی می‌شود. در اینجا فرض بر آن بوده که مدیرعامل عضو هیئت‌مدیره است؛ در صورتی که مدیرعامل خارج از هیئت‌مدیره باشد، فاقد مشروعیت تصمیم‌گیری در سطح هیئت‌مدیره خواهد بود و امتیاز نهایی آن به ۴/۳ کاهش می‌یابد.

۲-۳-۴. ضریب قدرت ذی‌نفع در مجمع

ضریب قدرت ذی‌نفع در مجمع نشان‌دهنده میزان توان ساختاری ذی‌نفع برای نهایی‌سازی تصمیمات در بالاترین رکن تصمیم‌گیری شرکت است. این توان از سه ظرفیت عملی ناشی می‌شود: توان تشکیل جلسه، توان تصویب یا تغییر تصمیمات و توان جلوگیری از تصویب یا ائتلاف‌سازی. با توجه به الزامات قانون تجارت و رویه عملی مجامع، رابطه مستقیمی بین میزان سهام و قدرت ذی‌نفع در نظر گرفته شده است. حداکثر اندازه ضریب قدرت هر ذی‌نفع در مجمع، برابر با ۲ در نظر گرفته شده و از رابطه زیر محاسبه می‌شود.

1. Legitimacy
2. Urgency



$$SP = 2 * \frac{\text{میزان سهام تلفیقی ذینفع مورد نظر}}{\text{بیشینه سهام تلفیقی یک ذینفع در بین ذینفعان}}$$

این ضریب در مجموع ضرایب برجستگی نقش‌های منتسب به هر سهام‌دار ضرب شده و وزن نهایی نفوذ سهام‌دار در اداره و تصمیم‌گیری شرکت را مشخص می‌کند.

به‌عنوان مثال جزئیات مربوط به محاسبه ضریب مالکیت سهام‌داران شرکت فولاد مبارکه در جدول ۵ توضیح داده شده است. جهت جلوگیری از تطویل بی‌دلیل گزارش‌ها، در مورد سایر شرکت‌ها جزئیات محاسبات قید نشده است.

جدول ۵. نحوه محاسبه ضریب مالکیت سهام‌داران شرکت فولاد مبارکه اصفهان

نام ذی‌نفع نهایی	نقش‌های در اختیار	مجموع ضریب برجستگی نقش‌ها	میزان سهام تلفیقی (درصد)	ضریب قدرت ذی‌نفع	ضریب مالکیت (درصد)
ایمیدرو	مدیرعامل رئیس هیئت‌مدیره	$3/7 + 5 = 8/7$	$16/7$	$2 * \frac{16.7}{18.9} = 1/77$	$\frac{1.77 * 8.7}{1.77 * 8.7 + 0.2 * 1.6 + 1.43 * 3.3 + 2 * 3.3} * 100 = 57$
بنیاد تعاون بسیج	عضو غیرموظف	$1/6$	$1/9$	$2 * \frac{1.9}{18.9} = 0/2$	$\frac{0.2 * 1.6}{1.77 * 8.7 + 0.2 * 1.6 + 1.43 * 3.3 + 2 * 3.3} * 100 = 1$
بانک رفاه کارگران	عضو موظف	$3/3$	$13/5$	$2 * \frac{13.5}{18.9} = 1/43$	$\frac{1.43 * 3.3}{1.77 * 8.7 + 0.2 * 1.6 + 1.43 * 3.3 + 2 * 3.3} * 100 = 18$
سهام عدالت	عضو موظف	$3/3$	$18/9$	$2 * \frac{18.9}{18.9} = 2$	$\frac{2 * 3.3}{1.77 * 8.7 + 0.2 * 1.6 + 1.43 * 3.3 + 2 * 3.3} * 100 = 24$

مأخذ: همان.

این نتایج به‌منظور اعتبارسنجی در اختیار جمعی از خبرگان و کارشناسان قرار گرفته و با لحاظ واقعیت‌های میدانی، به تأیید آنان رسیده است.

۵. بررسی چارچوب تحلیل سیاست تقسیم سود شرکت‌ها

۵-۱. تحلیل سیاست تقسیم سود

بعد از تحلیل ساختار ذی‌نفعان نهایی هر شرکت، باید رفتار آنها در حوزه تقسیم سود را تحلیل کرد. برای تحلیل رفتار آنها با استفاده از داده‌های تقسیم سود در سالیان گذشته و داده‌های افزایش سرمایه شرکت، در این گزارش یک روش تحلیل توسعه داده شده که توضیحات آن در ادامه ارائه شده است.

همچنین پس از شناسایی ذی‌نفعان نهایی هر شرکت و تحلیل رفتار آنها در زمینه تقسیم سود، بخش جمع‌بندی تهیه شده است. در این بخش،

تمامی تحلیل‌ها در قالب خوشه‌های نهادی ارائه می‌شوند، به این صورت که با تجمیع اطلاعات شرکت‌های قرار گرفته ذیل هر خوشه نهادی، میزان نفوذ هر خوشه در کل زنجیره محاسبه شده است. در نهایت، پس از تعیین میزان نفوذ هر خوشه نهادی، رفتار آن خوشه در حوزه تقسیم سود براساس عملکرد شرکت‌های منتسب به آن خوشه، شناسایی و تحلیل می‌شود.

تحلیل سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران، صرفاً با اتکا به نسبت سود تقسیمی به سود قابل تقسیم^۱ نمی‌تواند تصویر دقیقی از رفتار سهام‌داران عمده و آثار نقدی سیاست تقسیم سود ارائه دهد. تجربه‌های سال‌های اخیر نشان می‌دهد که:

- در برخی شرکت‌ها، با تصویب سود نقدی بالا، بخشی از منابع از مسیر افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی مجدداً به شرکت بازمی‌گردد.
- ساختار مالکیت شرکت‌ها، نقش تعیین‌کننده‌ای در نحوه اتخاذ و اجرای سیاست تقسیم سود دارد.

بر این اساس، چارچوبی تحلیلی برای طبقه‌بندی سیاست تقسیم سود شرکت‌ها مورد نیاز است.

۵-۲. متغیرها و شاخص‌های تحلیلی

جهت فراهم شدن امکان ارائه چارچوبی تحلیلی برای تحلیل و طبقه‌بندی سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و همچنین مقایسه رفتاری میان آنها، سه شاخص تعریف شده است: شدت تقسیم سود تصویب شده، وجوه نقد خارج شده از شرکت، ساختار مالکیت و کنترل سهام‌داران.

۵-۲-۱. شدت سیاست تقسیم سود (D)

این شاخص براساس میانگین نسبت سود تقسیمی مصوب به سود قابل تقسیم در دوره مورد بررسی تعیین می‌شود. بازه‌بندی آن در جدول ۶ نمایش داده شده است:

جدول ۶. بازه‌بندی شاخص شدت سیاست تقسیم سود (D)	
طبقه‌بندی	شدت سیاست تقسیم سود (D)
حداقلی	کمتر از ۳۰ درصد
متوسط	بین ۳۰ تا ۶۰ درصد
حداکثری	بیشتر از ۶۰ درصد

مأخذ: همان.

این شاخص میزان تمایل شرکت و سهام‌داران به توزیع سود را نشان می‌دهد. باین حال ارائه تحلیل دقیق در خصوص سیاست تقسیم سود، نیاز به بررسی وجوه نقد خارج شده از شرکت دارد.

۵-۲-۲. نسبت بازگشت منابع (BR)

به‌منظور اندازه‌گیری وجوه نقد خارج شده از شرکت، شاخص نسبت بازگشت منابع طراحی شده است. کلیه ارقام برای سال‌های مورد بررسی، با استفاده از شاخص تعدیل‌کننده موجودی سرمایه خالص بخش صنعت و بر مبنای قیمت‌های ثابت سال ۱۳۹۵، تعدیل شده است [۳].

$$BR = \frac{\text{مجموع آورده نقدی و افزایش سرمایه از محل مطالبات}}{\text{مجموع سود نقدی مصوب}}$$

همچنین بازه‌بندی این شاخص در جدول ۷ نشان داده شده است.



جدول ۷. بازه‌بندی شاخص نسبت بازگشت منابع (BR)

وضعیت خروج نقد	نسبت بازگشت منابع (BR)
خروج نقد پایدار و واقعی	کمتر از ۱۰ درصد
خروج نقد منعطف	بین ۱۰ تا ۳۰ درصد
خروج نقد ناپایدار / بازگشت منابع قابل توجه	بیشتر از ۳۰ درصد

مأخذ: همان.

همچنین افزایش سرمایه از محل سود انباشته در این شاخص لحاظ نمی‌شود، زیرا مربوط به سود تقسیم نشده گذشته است و خروج نقد جدید را مخدوش می‌کند. افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها نیز در محاسبات لحاظ نشده زیرا ارزش دارایی به صورت دفتری به روز شده و جریان نقدینگی وارد شرکت نمی‌شود.

۳-۲-۵. ساختار مالکیت و نوع کنترل

برای تفسیر رفتاری سیاست تقسیم سود، ساختار مالکیت شرکت‌ها به سه دسته تقسیم می‌شود:

- **کنترل مطلق:** وجود سهامدار با مالکیت بیش از ۵۰ درصد، که سیاست تقسیم سود تقریباً بازتاب مستقیم ترجیحات او است.
- **کنترل ائتلافی / موازنه‌ای:** هیچ سهامدار منفردی اکثریت ندارد، اما چند سهامدار عمده مجموعاً کنترل تصمیمات مهم را شکل می‌دهند.
- **پراکندگی مالکیت (سهام‌داران خرد):** عدم وجود سهامدار یا ائتلاف مؤثر؛ تصمیمات تقسیم سود نتیجه اجماع مجمع و موازنه میان سهام‌داران خرد است.

۳-۵. ماتریس تحلیلی (D-BR)

با ترکیب شاخص‌های D و BR، ماتریس دوبعدی زیر، مطابق جدول ۸ طراحی شده تا بتوان سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را از منظر رفتاری و نقدی طبقه‌بندی کرد.

جدول ۸. ماتریس تحلیلی مقایسه شاخص‌های D-BR

BR پای	BR متوسط	BR پایین	شدت تقسیم سود (D)
حداقلی ناپایدار	حداقلی منعطف	حداقلی واقعی	حداقلی
متوسط ناپایدار	متوسط منعطف	متوسط واقعی	متوسط
حداکثری ناپایدار	حداکثری منعطف	حداکثری واقعی	حداکثری

مأخذ: همان.

در خصوص این ماتریس لازم است به نکات زیر توجه شود.

- واقعی به معنای خروج نقد پایدار و کامل است.
- منعطف به این معناست که بخشی از منابع مجدداً به شرکت بازگشته و انعطاف در دریافت سود وجود دارد.
- ناپایدار نیز به معنای بازگشت قابل توجه منابع و عدم تحقق کامل خروج نقد است.

نتیجه نهایی تحلیل با ترکیب ماتریس D-BR و ساختار مالکیت شرکت استخراج می‌شود. نمونه برچسب‌های رفتاری عبارت‌اند از:

- سیاست تقسیم سود حداکثری واقعی تحت کنترل مطلق سهام‌دار عمده؛

- سیاست تقسیم سود متوسط منعطف تحت موازنه سهام‌داران عمده؛

- سیاست تقسیم سود حداقلی واقعی تحت موازنه سهام‌داران خرد.

این مرحله امکان مقایسه معنادار شرکت‌ها با نسبت‌های تقسیم سود مشابه اما رفتار مالی متفاوت را فراهم می‌کند.

در مواردی که روند تقسیم سود در سال‌های اخیر کاهشی یا افزایشی باشد، این نکته به صورت کیفی در کنار شاخص میانگین لحاظ می‌شود تا برداشت از میانگین بلندمدت به تنهایی، تصویر ناقص ایجاد نکند.

۶. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

زنجیره‌های ارزش صنایع معدنی، یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصادی کشور به‌شمار می‌روند؛ زنجیره‌هایی که از استخراج سنگ معدن آغاز شده و تا فراوری مواد معدنی و تولید محصولات نهایی امتداد می‌یابند. با این حال یکی از چالش‌های اساسی در زمینه سیاستگذاری در این حوزه، فقدان تصویری دقیق و شفاف از نقش و جایگاه واقعی هر یک از نهادهای و مجموعه‌های متولی در ساختار مالکیت و در میان ذی‌نفعان نهایی شرکت‌های فعال در این زنجیره‌هاست. این وضعیت موجب شده حدود مسئولیت‌ها و اختیارات نهادهای مختلف، به روشنی مشخص نباشد و در برخی موارد، به دلیل پیچیدگی و عدم شفافیت ساختارها، هر یک از نهادهای مسئولیت خود را در مدیریت و تصمیم‌گیری، محدود تلقی کنند. این مسئله سبب می‌شود به راحتی نتوان مسئولیت تصمیمات و سیاست‌های اتخاذ شده در شرکت‌های بزرگ را به یک یا چند نهاد مشخص نسبت داد.

در حال حاضر در برخی موارد نهادهای و شرکت‌هایی وجود دارند که در ظاهر سهم مالکیت اندکی در یک بنگاه دارند، اما با بررسی دقیق تر روابط سهام‌داری و پیوندهای نهادی، مشخص می‌شود که در عمل نقش قابل توجهی در فرایند تصمیم‌گیری ایفا می‌کنند. یکی از ریشه‌های این وضعیت را می‌توان در شیوه‌های واگذاری و فرایند خصوصی‌سازی واحدهای معدنی و صنعتی طی دهه‌های گذشته در کشور جست‌وجو کرد. نظام تصمیم‌گیری که پیش‌تر عمدتاً در اختیار شمار محدودی از نهادهای دولتی بود، با ورود بازیگران متنوع دولتی و غیردولتی، به ساختاری به مراتب پیچیده‌تر و چندلایه‌تر تبدیل شد؛ به گونه‌ای که در حال حاضر در بسیاری از موارد، سهم و جایگاه واقعی هر یک از بازیگران اقتصادی، در ساختار مالکیت و کنترل شرکت‌ها به صورت شفاف، قابل تشخیص نیست.

بر این اساس، این سلسله گزارش‌ها با هدف شناسایی مالکان و ذی‌نفعان نهایی شرکت‌های حاضر در زنجیره‌های ارزش معدنی و تحلیل نظام تصمیم‌گیری حاکم بر تخصیص سود و سیاست‌های توسعه سرمایه‌ای این شرکت‌ها، تدوین شده است.

با توجه به پیچیدگی‌های موجود در فرایند دستیابی به تصویری جامع از ساختار مالکیت و نظام تصمیم‌گیری در زنجیره‌های ارزش معدنی کشور، در این مجموعه گزارش‌ها، چارچوبی (مدلی) بومی و متناسب با اهداف پژوهش، طراحی و به کار گرفته شده است. از آنجاکه فهم دقیق این چارچوب برای درک منطق استدلال و نتایج تحلیلی گزارش‌ها ضروری است، در گزارش حاضر - به عنوان نخستین شماره از این مجموعه - مدل مذکور به صورت تفصیلی معرفی و تبیین می‌شود. در گزارش‌های آتی، این مدل به عنوان مبنای تحلیل استفاده می‌شود.

در این سلسله گزارش‌ها، شرکت‌های بورسی ثبت شده و فعال بازار سرمایه در زنجیره‌های معدنی کشور شامل زنجیره‌های آهن و فولاد، سیمان، مس، آلومینیوم، سرب و روی، زغال سنگ و شرکت‌های سرمایه‌گذاری حوزه معدنی به تفکیک، بررسی شده‌اند. بر این اساس تعداد ۱۰۰ شرکت فعال بورسی در زنجیره این صنایع (از جمله ۳۰ شرکت در زنجیره آهن و فولاد و ۳۹ شرکت در صنعت سیمان) شناسایی شده و ساختار مالکیت آنها بر اساس زنجیره سهام‌داری و ترکیب هیئت‌مدیره تحلیل شده است. در ادامه نیز برای هر شرکت، روند سودآوری و تقسیم سود شرکت



ارزیابی و تحلیل شده است.

در بخش‌های مختلف این سلسله‌گزارش‌ها، تحلیل سهام‌داران تلفیقی برای هر یک از شرکت‌های هدف، ارائه شده است. هنگام تجمیع سهام‌داران عمده و ترسیم گراف سهام‌داران تلفیقی، برخی شرکت‌های واسطه بیش از دو بار در زنجیره مالکیت شرکت‌های مختلف تکرار شده‌اند. بر این اساس ۱۳ مورد از این شرکت‌های واسطه در فرایند پژوهش شناسایی شدند که عمدتاً در زنجیره‌های آهن و فولاد و سیمان فعالیت دارند. از آنجاکه در بررسی سهام‌داران تلفیقی، سهام آنها به‌طور کامل در مالک اصلی ادغام شده، این شرکت‌های میانی نقش تعیین‌کننده‌ای در جمع‌بندی گزارش‌ها ندارند. در این میان، شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت با ۳۳ مورد تکرار و شرکت سیمان فارس و خوزستان با ۱۷ مورد تکرار، بیشترین حضور را در زنجیره‌های آهن و فولاد و سیمان داشته‌اند.

با هدف ارائه یک جمع‌بندی کاربردی، تلاش شده تا ذی‌نفعان نهایی به‌گونه‌ای دسته‌بندی شوند که در عین جلوگیری از تعدد دسته‌ها، اشتراکی منطقی بین ذی‌نفعان نهایی مستقر در هر دسته برقرار باشد. به هر کدام از این دسته‌ها یک خوشه نهادی اطلاق شده است. خوشه نهادی دسته‌ای از ذی‌نفعان نهایی است که با اتکا به الگوهای مشابه مالکیت، ارتباطات ساختاری در زنجیره سهام‌داری یا نقش‌های همراستا در حاکمیت شرکتی، در یک گروه مشترک طبقه‌بندی می‌شوند. هدف از شکل‌گیری این خوشه‌ها، نمایش ساختار قدرت نهادی در قالبی منسجم‌تر و کاهش پراکندگی در شبکه مالکیت است. در این گزارش خوشه‌های نهادی در هشت گروه دسته‌بندی شده‌اند.

از آنجاکه در صد مالکیت به‌تنهایی معیار کافی برای سنجش نفوذ تصمیم‌گیری نیست، بررسی میدانی‌تر و کیفی‌تری نیز انجام شده است: ترکیب و ساختار هیئت‌مدیره هر شرکت، تصدی پست‌های کلیدی (مانند ریاست هیئت‌مدیره و مدیریت عامل)، و تناسب حضور نمایندگان ذی‌نفعان در سطوح مدیریتی و نظارتی تحلیل شده تا الگوی واقعی نفوذ و کانال‌های اثرگذاری شناسایی شود. برای تبدیل مشاهدات کیفی به نشانه‌های تحلیلی قابل مقایسه، وزن‌گذاری معقول و شفاف بر مبنای معیارهای ساختاری و حقوقی صورت گرفته و در مواردی که ابهام وجود داشت، قضاوت کارشناسی-اجماعی در کار گروه‌های تخصصی، ملاک عمل قرار گرفته است.

در نهایت، با تلفیق ساختار مالکیتی بازسازی شده و الگوی نفوذ استخراج شده، روند بلندمدت تقسیم سود نقدی و افزایش سرمایه شرکت‌ها تحلیل شده تا نوع استراتژی تخصیص منابع هر ذی‌نفع نهایی-اعم از سیاست‌های مبتنی بر توزیع حداکثری سود، سیاست‌های رشدمحور و افزایش سرمایه، یا رویکردهای متعادل میان این دو-تعیین شود. این تحلیل مبتنی بر بررسی توالی تصمیمات مالی شرکت‌ها در طول زمان و تطبیق آنها با ساختارهای مالکیتی و نفوذی است، به‌گونه‌ای که بتوان هم‌زمان ماهیت ترجیحات اقتصادی ذی‌نفعان و پیامدهای آن بر ظرفیت سرمایه‌گذاری و توسعه زنجیره را تبیین کرد. نتایج این مطالعه، تصویری جامع از شبکه مالکیت و تصمیم‌گیری در زنجیره‌های ارزش معدنی کشور ارائه می‌دهد و می‌تواند مبنایی برای تحلیل تمرکز قدرت، ارزیابی رفتار اقتصادی ذی‌نفعان اصلی و طراحی سیاست‌های مؤثر در حوزه حکمرانی و توسعه پایدار زنجیره‌های معدنی قرار گیرد.

دامنه بررسی این مجموعه گزارش، به شرکت‌های بورسی فعال در زنجیره ارزش معدن و صنایع معدنی محدود شده است. در اغلب این زنجیره‌ها، بخش عمده شرکت‌های بزرگ، در بازار سرمایه حضور دارند؛ با این حال، همچنان برخی از بازیگران بزرگ زنجیره‌های معدنی کشور، در بورس پذیرش نشده‌اند و اطلاعات مالی خود را به‌صورت عمومی منتشر نمی‌کنند. این امر موجب می‌شود که اتکای صرف به داده‌های شرکت‌های بورسی، تصویر کاملاً دقیقی از ساختار مدیریتی، نظام تصمیم‌گیری در تخصیص سود و سیاست‌های توسعه سرمایه‌ای تمامی شرکت‌های فعال در این بخش ارائه نکند. بر این اساس ضروری است چارچوب تحلیلی مستقلی برای بررسی ساختار مدیریتی و سیاست‌های توسعه‌ای شرکت‌های غیربورسی فعال در این زنجیره‌ها طراحی و تدوین شود تا تصویر ارائه شده به سیاست‌گذاران اقتصادی کشور از جامعیت، دقت و اتکاپذیری بیشتری برخوردار باشد.



[۱] برگرفته از سامانه یکپارچه گردآوری، نظارت و انتشار الکترونیکی اطلاعات (سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران)، <https://www.codal.ir>.

[۲] قانون تجارت، مصوب ۱۳۱۱/۰۲/۱۳ کمیسیون مجلس.

[۳] برگرفته از سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، <https://cbi.ir>.

[4] Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*.

[5] Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*.



عنوان: شناسایی ذی‌نفعان نهایی و تحلیل نظام تصمیم‌گیری در زنجیره صنایع معدنی کشور (۱)؛ چارچوب مفهومی و روش‌شناسی پژوهش

DOI: <https://doi.org/10.22034/mrc.report.21933>

Permanent Link: https://report.mrc.ir/article_11992.html

Publisher : Islamic Parliament Research Center of Iran

گزیده سیاستی

با هدف ارائه تصویری جامع از ساختار مدیریتی و سیاستهای توسعه سرمایه‌های شرکت‌های فعال در بخش منابع معدنی، ضروری است چارچوب تحلیلی مستقلی برای بررسی ساختار مدیریتی و سیاستهای توسعه‌ای شرکت‌های غیربورسی فعال در این زنجیره‌ها، طراحی و تدوین شود.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، رو بروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: mrc@majles.ir

وبسایت: rc@majles.ir