

شماره چاپ: ۱۲۱۳

دوره نهم - سال سوم

شماره ثبت: ۵۱۲

تاریخ چاپ: ۱۳۹۳/۷/۲۹

اظهار نظر کارشناسی درباره:
«طرح آزادسازی معامله سهام عدالت در بورس»

کد موضوعی: ۲۳۰

شماره مسلسل: ۱۴۰۳۳

آذرماه ۱۳۹۳

به نام خدا

فهرست مطالب

۱.....	چکیده
۲.....	مقدمه
۳.....	۱. مبنای قانونی طرح سهام عدالت
۶.....	۲. مدل واگذاری سهام عدالت
۱۰.....	۳. روند اجرایی
۱۵.....	۴. آثار و لوازم آزادسازی سهام در بورس مدنظر طرح پیشنهادی نمایندگان
۱۷.....	جمع‌بندی و پیشنهاد
۲۱.....	منابع و مآخذ



اظهار نظر کارشناسی درباره: « طرح آزادسازی معامله سهام عدالت در بورس »

چکیده

طرح آزادسازی سهام عدالت در بورس براساس مقدمه توجیهی آن با هدف تأمین مالی مسکن مهر خانوارهای نیازمند مطرح شده است. باید توجه داشت که موضوع سهام عدالت دارای مسائل و چالش‌هایی است که ابتدا باید این موضوعات حل شود تا زمینه برای آزادسازی آن فراهم گردد. از موضوعات و چالش‌های سهام عدالت عبارتند از:

۱. **نامعلوم بودن افراد تحت پوشش:** مشمولین سهام عدالت هنوز نهایی نشده است. هم اکنون در حدود ۴۲ میلیون نفر جزء مشمولین طرح می‌باشند و پیش‌بینی می‌شود این جمعیت به ۵۱/۴ میلیون نفر برسد.

۲. **نهایی نبودن سبد سهام:** سبد سهام پرتفوی شرکت‌های مشمول سهام عدالت هنوز نهایی نشده است و با افزایش جمعیت مشمولین سهام عدالت احتمال تغییر در تعداد شرکت‌ها وجود دارد.

۳. **ابهام در کارآیی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی:** کارآیی هیئت‌مدیره شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی (۳۰ شرکت) برای اداره این حجم از دارایی‌های واگذار شده، فرآیند و نحوه انتخاب آنها، چگونگی برگزاری مجامع عمومی این شرکت‌ها با این تعداد از صاحبان سهام، نحوه فعالیت شرکت‌های تعاونی شهرستانی (۳۵۲) و کارآیی آنها محل تردید و سؤال جدی است.

۴. **تدریجی بودن فرآیند واگذاری:** با فرض آنکه مدل سهام عدالت که تاکنون تنظیم شده است اجرا گردد، فرآیند واگذاری سهام به صورت تدریجی خواهد بود، زیرا در غیر این صورت، قیمت سهام عدالت بسیار کمتر از قیمت واقعی خود خواهد رسید. از طرفی حتی اگر مشکلات فرآیند ورود سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی در بورس حل شود، قیمت متفاوت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی به دلیل تفاوت در مدیریت آنها، می‌تواند نارضایتی را در بین مردم استان‌ها فراهم سازد.

۵. **عدم تسویه کامل مطالبات دولت:** تا پایان سال ۱۳۹۲، حدود ۹۶ هزار میلیارد ریال از مطالبات دولت پرداخت شده و انتظار می‌رود در پایان سال ۱۳۹۳ به حدود ۱۵۰ هزار میلیارد ریال برسد، درحالی که ارزش سبد سهام عدالت در حدود ۸۴۰ هزار میلیارد ریال بوده و عمده مطالبات دولت تأیید نشده است.

در نتیجه با توجه به مشکلات ذکر شده، الزام دولت به آزادسازی سهام عدالت می‌تواند سهام عدالت را برخلاف اهداف ابتدایی آن مبدل سازد. بنابراین تصویب کلیات این طرح توصیه نمی‌شود و پیشنهاد می‌شود موضوع ساماندهی و حل مسائل سهام عدالت از طریق لایحه دولت پیگیری شود.

مقدمه

موضوع طرح سهام عدالت و آزادسازی آن به یکی از چالش‌های پیش‌رو در اقتصاد کشور تبدیل شده است. برخی از نمایندگان مجلس با تدوین طرحی یک شوری با عنوان «آزادسازی معامله سهام عدالت در بورس» درصدد هستند تا از طریق این طرح پرداخت



اقساط مسکن مهر را تسهیل نمایند. این طرح که به صورت یک شوری مطرح شده از یک ماده واحده به ترتیب زیر تشکیل شده است:

ماده واحده - دولت موظف است تمهیدات لازم به منظور معامله سهام عدالت در بازار بورس فراهم نماید. معامله سهام عدالت از یک ماه پس از ابلاغ این قانون آزاد اعلام می‌گردد. خریداران سهام موظفند نسبت به تسویه طلب دولت قبل از نقل و انتقال سهام اقدام نمایند. دولت موظف است بدهی هر سهام‌دار را به طور کامل در سائیتی مشخص و آدرس آن را در اختیار عموم قرار دهد. خریداران سهام موظفند براساس اطلاعات اعلام شده در سایت مربوطه مبلغ بدهی سهام دولت را به حساب خزانه واریز نمایند. نقل و انتقال سهامی که بدهی آن پرداخت نشده است مجاز نمی‌باشد و ارائه رسید واریز دولت در هنگام نقل و انتقال سهام الزامی است. فروشندگان سهام پس از واگذاری هیچ‌گونه مسئولیتی در قبال سهام نداشته و کلیه حقوق آن متعلق به خریدار خواهد بود.

باید توجه شود که موضوع سهام عدالت و آزادسازی آن مسئله‌ای بسیار مهم در اقتصاد کشور بوده و می‌تواند از جنبه‌های مختلف اقتصادی و اجتماعی آثاری را داشته باشد. در ادامه سعی شده ضمن بررسی ابعاد این طرح، برخی نکات کارشناسی پیرامون آن ارائه و نظر نهایی مرکز در خصوص این طرح ارائه شود.

۱. مبنای قانونی طرح سهام عدالت

طرح اولیه واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به عموم مردم براساس ماده (۹) قانون برنامه چهارم توسعه تنفیذی بند «و» ماده (۱۰) قانون برنامه سوم توسعه که دولت را

موظف می‌نمود و اگذاری سهام را به‌گونه‌ای انجام دهد که حتی‌الامکان به توسعه مشارکت عمومی منجر شود، به تصویب دولت هشتم رسید اما در آن دولت اجرایی نشد. هیئت وزیران در دولت نهم پس از چندین اصلاح، مصوبه شماره ۱۰۴۱۵۹/ت/۳۶۲۵۴ مورخ ۱۳۸۵/۸/۲۸ را با نام «آیین‌نامه اجرایی افزایش ثروت خانوارهای ایرانی از طریق گسترش سهم بخش تعاون براساس توزیع سهام عدالت» به عنوان مبنای اجرای طرح سهام عدالت به تصویب رساند.

در بند «۶» ماده (۱) آیین‌نامه مذکور سهام عدالت را این‌گونه تعریف نمود: سهام عدالت، سهام شرکت واسط (شرکت کارگزاری سهام عدالت) است که به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی (سهامی خاص) واگذار می‌شود. سهام شرکت واسط نیز به عنوان شرکت کارگزاری سهام عدالت که نقش آن تبدیل سبد انواع سهام واگذار شده به یک سهم واحد و سپس واگذاری سهام شرکت واسط به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی و انجام دیگر کارهای اجرایی مرتبط با واگذاری سهام عدالت است، تعریف شد.

ماده (۳) آیین‌نامه اجرایی مذکور فرآیند واگذاری را تشریح کرد که وزارت امور اقتصادی و دارایی موظف است با رعایت قوانین و مقررات مربوط و بند «ج» سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی و پس از تشکیل شرکت واسط نسبت به واگذاری سهام قابل واگذاری دولتی و متعلق به دولت به شرکت واسط اقدام نماید و متعاقباً نسبت به واگذاری سهام شرکت واسط به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی (سهامی خاص) به نسبت مشمولین سهام عدالت اقدام نماید. در ماده (۹) آیین‌نامه حداکثر افراد مشمول واگذاری برای توزیع سهام عدالت ۵ نفر در نظر گرفته شد و مقرر شد در صورتی که اعضای هر خانوار بیش از ۵ نفر باشند، سهام تخصیصی بین همه اعضای



خانوار توزیع شود و از این بابت سهام اضافه‌ای تعلق نگیرد. ماده (۱۰) نحوه قیمتگذاری شرکت‌ها را تبیین کرده است.^۱ طبق ماده (۱۱) آن سازمان خصوصی‌سازی به‌عنوان قائم‌مقام سهام‌داران دولتی موظف شد با انعقاد قراردادی با شرکت واسط و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی (سهامی خاص) که ضمانت اجرایی لازم در آن پیش‌بینی شده باشد، پس از طی دوره تقسیط که حداکثر ده سال، متناسب با میزان سود دریافتی از شرکت واسط و بلافاصله پس از آن نسبت به تسویه حساب اقساط سهام واگذاری اقدام کند.

درخواست رئیس‌جمهور وقت برای اختصاص بخشی از سهام شرکت‌های دولتی به طرح توزیع گسترده سهام بین اقشار کم درآمد از رهبر انقلاب و پاسخ ایشان به این درخواست (مورخ ۱۳۸۵/۴/۱۲) سبب شد مجلس شورای اسلامی به‌دلیل نبود مواد قانونی در این زمینه، در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی فصل مشخصی (فصل ششم قانون مواد (۳۴) تا (۳۸)) را برای سهام عدالت اختصاص دهد. مدل واگذاری سهام عدالت در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی بر مبنای پاسخ رهبر انقلاب طراحی گردید. اما قانونگذاری در این حوزه در حالی انجام گردید که طرح سهام عدالت از سال ۱۳۸۵ شروع گردیده بود.

بر اساس قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی، مشمولین طرح سهام عدالت، شامل شش دهک درآمدی اتباع ایرانی مقیم داخل هستند. حداکثر

۱. نحوه قیمتگذاری سهام شرکت‌های مشمول این تصویب‌نامه در خصوص شرکت‌های عضو بورس، مطابق قیمت تابلو بورس و عرف حاکم بر عرضه و تقاضای بازار و در خصوص شرکت‌های غیربورسی مطابق آیین‌نامه بند «و» ماده (۱۴) قانون برنامه سوم تنفیذی در ماده (۹) قانون برنامه چهارم خواهد بود.

تا سقف چهل (۴۰) درصد از مجموع ارزش سهام بنگاه‌های قابل واگذاری در هر بازار موضوع گروه (۲) ماده (۲) قانون با مبنای قیمتگذاری فروش نقدی سهام در بورس تعیین گردید. ۵۰ درصد تخفیف در قیمت سهام برای دو دهک درآمدی مقرر شد و اخذ بهای سهام برای کلیه مشمولین در ده سال تقسیط گردید. هرچند که تغییر عمده مدل واگذاری سهام شرکت‌ها در قانون با مدل قبلی خود براساس آیین‌نامه، حذف شرکت واسط و مبنای قیمتگذاری شرکت‌ها براساس فروش نقدی سهام در بورس بود و تغییر ساختاری در مدل واگذاری به وجود نیامد.

۲. مدل واگذاری سهام عدالت

مواد (۳۵)، (۳۶) و (۳۷) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی، ساختار مدل واگذاری سهام عدالت را تشریح می‌کند. مشمولین این قانون در قالب شرکت‌های تعاونی شهرستانی ساماندهی شده و از ترکیب آنها شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی به صورت شرکت‌های سهامی عام^۱ تشکیل و براساس قانون تجارت فعالیت می‌کنند. سازمان خصوصی‌سازی موظف است حصه سهام موضوع ماده (۳۴) قانون را مستقیماً بین شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی تقسیم کند. سهم هر یک از شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی متناسب با تعداد اعضای تعاونی‌های شهرستانی هر استان تعیین خواهد شد. فروش سهام واگذار شده به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی قبل از ورود این شرکت‌ها به بورس به میزانی که اقساط آن پرداخت شده یا به همین نسبت مشمول

۱. براساس قانون تفسیر نحوه اجرای ماده (۳۵) قانون سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۹/۵/۳۱ مجلس شورای اسلامی.



تخفیف واقع شده در بازارهای خارج از بورس مجاز است و سهام شرکت‌های دولتی واگذار شده، به همین نسبت از قید وثیقه آزاد می‌شود.

روند اجرایی برای آزادسازی سهام عدالت به مرور مشخص شد که مدل تبیین شده در قانون، برای آزادسازی این سهام نیازمند تبیین‌های روشن‌تری در فرآیند اجراست. بررسی «آیین‌نامه اجرایی توزیع سهام عدالت» موضوع مواد (۳۴) تا (۳۸) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸/۱/۲۹ شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی درباره طرح سهام عدالت چند نکته را مشخص می‌سازد. براساس بند «۶» ماده (۱) آیین‌نامه مذکور سهام عدالت به صورت «سهام شش دهک درآمدی کشور که به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی واگذار می‌شود تا در ازای آن شرکت‌های مزبور معادل مبلغ آن، سهام شرکت سرمایه‌گذاری استانی را از طریق شرکت‌های تعاونی عدالت شهرستانی به مشمولین سهام مزبور (اعضای تعاونی‌ها) واگذار نمایند» تعریف شده است.

همچنین براساس آیین‌نامه مذکور سازمان خصوصی‌سازی مکلف شد تا براساس مصوبات هیئت واگذاری به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی متناسب با تعداد سهام‌داران شرکت‌های تعاونی عدالت شهرستانی هر استان سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر مشمول طرح را واگذار نماید.^۱ سهام مزبور در توثیق سازمان خصوصی‌سازی قرار گرفت تا متناسب با کسر تخفیفات قانونی و اقساط پرداختی از توثیق خارج شود.^۲ همچنین سازمان خصوصی‌سازی مکلف شد کلیه سهام دولتی را که در اختیار شرکت کارگزاری

۱. ماده (۲) آیین‌نامه اجرایی.

۲. ماده (۳) همان.

سهام عدالت است را با همان قیمت قبلی واگذار شده، متناسب با تعداد اعضای شرکت‌های تعاونی عدالت شهرستانی به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی واگذار نماید.^۱

سازمان خصوصی‌سازی موظف شد از طریق انعقاد قرارداد با شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی که ضمانت اجرایی لازم در آن پیش‌بینی شده باشد، نسبت به فروش سهام متعلق به دولت و شرکت‌های دولتی به این شرکت‌ها اقدام کند. سازمان مذکور می‌بایست در قراردادهای منعقدہ تصریح نماید ثمن معامله از محل سود سالیانه شرکت‌های واگذار شده تسویه خواهد شد و متناسب با سود دریافتی یا تخفیفات اعطایی و بلافاصله پس از آن نسبت به تسویه و آزادسازی آن بخش از سهام که بهای آن توسط سازمان مذکور وصول یا مشمول تخفیف می‌شود، اقدام خواهد شد.^۲ در صورتی که در پایان دوره تقسیط، بهای سهام مورد واگذاری به‌طور کامل تسویه نشده باشد، خریداران مکلفند حداکثر ظرف مدت ۶ ماه رأساً نسبت به پرداخت بدهی و تسویه حساب سهام مورد خریداری اقدام کنند. در غیر این صورت سازمان خصوصی‌سازی به میزان مبلغ بدهی تسویه شده سهام مورد وثیقه را آزاد می‌نماید و نسبت به وصول مطالبات خود از محل فروش سهام باقی مانده وفق مقررات اقدام خواهد نمود.^۳

همچنین سازمان خصوصی‌سازی مسئولیت وصول اقساط سهام واگذار شده و واریز آن به حساب خزانه را عهده‌دار شد و مقرر شد چنانچه میزان سود دریافتی در هر سال تکافوی میزان اقساط دریافتی همان سال را ننماید، بدهی خریداران سهام از سود دریافتی سنوات بعد قابل تسویه گردد. در ماده (۱۰۰) قانون برنامه پنجم توسعه و

۱. ماده (۴) همان.

۲. ماده (۶) همان.

۳. تبصره «۳» ماده (۶) همان.



تبصره‌های آن مقرر شد آن دسته از دریافت‌کنندگان سهام عدالت که قبل از پایان دوره تقسیط خود و یا از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی، مابه‌التفاوت اقساط باقیمانده بهای سهام دریافتی خود را پرداخت نمایند، می‌توانند از تخفیف در بهای سهام برای دوره‌های باقیمانده برخوردار شوند. مقرر شد دستورالعمل تخفیف و نحوه انتقال سهام با پیشنهاد سازمان خصوصی‌سازی به تصویب هیئت واگذاری برسد.^۱ از این رو پرداخت هرگونه سود سهام یاد شده تا سقف اقساط سررسید شده ممنوع شد.

در ماده (۷) آیین‌نامه اجرایی سازمان‌های بورس و اوراق بهادار و خصوصی‌سازی مکلف شدند تا با همکاری شرکت بورس اوراق بهادار و سایر دستگاه‌های ذی‌ربط حداکثر تا پایان سال ۱۳۸۸، تمهیدات لازم برای پذیرش شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی را در بورس فراهم نمایند. در عین حال شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی نیز باید برای پذیرش در بورس اقدام کرده و بدین منظور باید ابتدا به شرکت‌های سهامی عام تبدیل شوند. شرکت‌های مزبور مالکیت و مدیریت سهام عدالت هر استان را برعهده خواهند داشت. در صورت عدم تحقق شرایط پذیرش بورس، سازمان بورس و اوراق بهادار مکلف است در اجرای ماده (۳۷) قانون تا پایان سال ۱۳۸۸، امکان خرید و فروش سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی را در فرابورس فراهم نماید.

۱. هیئت واگذاری در جلسه مورخ ۱۳۹۰/۹/۱۹، بنا به پیشنهاد سازمان خصوصی‌سازی و به استناد ماده (۱۰۰) قانون برنامه پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران، دستورالعمل «تخفیف و نحوه انتقال سهام به دریافت‌کنندگان سهام عدالت» را تصویب نمود. در ماده (۱) آن مقرر شد: به‌منظور محاسبه مبلغ، مدت اقساط و تخفیفات سهام واگذار شده به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی، در مورد شرکت‌های سرمایه‌پذیری که انتقال حقوق مالکیت در مصوبات مراجع قانونی تصریح گردیده است، تاریخ ابلاغ مصوبات و در مورد سایر شرکت‌ها، تاریخ انعقاد قرارداد سازمان خصوصی‌سازی، مبنای احتساب اقساط، تخفیفات و سایر حقوق مالکیت در نظر گرفته می‌شود.

۳. روند اجرایی**۱-۳. مشمولین سهام عدالت**

در سال‌های اجرای طرح سازمان خصوصی‌سازی براساس مصوبات ستاد مرکزی به کمک ستادهای استانی و نهادهای حمایتی به شناسایی و پالایش مشمولین سهام عدالت پرداخت. بدین صورت که دستگاه‌های اجرایی در استان‌ها از جمله سازمان امور اقتصادی و دارایی استان‌ها به‌عنوان دبیرخانه‌های استانی طرح توزیع سهام عدالت، فراخوان مشمولین، بازبینی و گاه اعاده فرم‌های بازبینی شده را برعهده داشته‌اند. سپس اطلاعات فرم‌های مشمولین به سازمان خصوصی‌سازی داده می‌شد تا از طریق همکاری با دستگاه‌های ذی‌ربط فهرست نهایی و پالایش شده مشمولین تهیه شود. پس از تهیه فهرست تأیید شده مشمولین، سازمان خصوصی‌سازی موظف شد فراخوان عضویت در شرکت‌های تعاونی عدالت شهرستان‌ها را برای دریافت سهام عدالت براساس فهرست، از طریق نهادهای ذی‌ربط به مشمولین ارسال نماید. پس از ثبت‌نام متقاضیان در تعاونی‌های شهرستانی اطلاعات و آمار ایشان مورد پردازش قرار گرفته و در نهایت به افراد واجد شرایط، برگه‌های اولیه‌ای داده شد. باید توجه داشت که این برگه‌ها اوراق سهام نبوده و بلکه نشان‌دهنده قرار گرفتن فرد در طرح سهام عدالت است.

فرآیند شناسایی مشمولین سهام زمان زیادی را به خود اختصاص داد و سازمان خصوصی‌سازی از سال ۱۳۸۵ طی ۱۸ مرحله حدود ۴۲ میلیون نفر را شناسایی کرد و اما هنوز مشمولین نهایی قطعی نشده است. پیش‌بینی می‌شود عملیات شناسایی و ثبت‌نام از کارگران فصلی و ساختمانی در حدود ۶/۵ میلیون نفر به مشمولین طرح



اضافه شود و همچنین بازبینی مشمولان تحت پوشش کمیته امداد و بهزیستی^۱ ۲/۹ میلیون نفر بر تعداد مشمولان طرح افزوده گردد. در صورت احتساب این افزایش‌ها تعداد مشمولین طرح به ۵۱/۴ میلیون نفر خواهد رسید.

۲-۳. شرکت‌های مشمول طرح

واگذاری سهام شرکت‌های دولتی برای اجرای طرح سهام عدالت به تدریج انجام گرفت. براساس مصوبات ستاد مرکزی سهام عدالت سال ۱۳۸۷ برای هر فرد ۱۰ میلیون ریال تعیین شد تا هر خانواده حداکثر ۵۰ میلیون ریال سهام دریافت کنند (هر چند این موضوع در قانون تصریح نشده بود). باید توجه داشت قیمتگذاری شرکت‌ها و فرآیند واگذاری آن به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی طی زمان انجام شد. سازمان خصوصی‌سازی براساس مصوبات هیئت وزیران که بخشی از سهام شرکت‌ها را مشمول واگذاری می‌نمود، با ۳۰ شرکت سرمایه‌گذاری استانی قرارداد فروش اقساطی منعقد نمود.

برای رعایت عدالت میان مشمولین، میزان سهام واگذار شده هر شرکت به نسبت تعداد اعضای تعاونی شهرستانی بین ۳۰ شرکت سرمایه‌گذاری استانی تقسیم شد. همچنین قرارداد وکالت‌نامه‌ای میان سازمان خصوصی‌سازی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بسته شد تا در جهت تضمین پرداخت اقساط سهام باشد تا سازمان خصوصی‌سازی اختیار داشته باشد در صورت تخلف از هر کدام از تعهدات موضوع قرارداد بتواند حقوق سازمان را استیفا نماید.

روند اجرایی در این سال‌ها نشان داد که واگذاری برخی شرکت‌های مشمول واگذاری در مصوبات هیئت وزیران قطعی نبود و در مواردی هیئت وزیران سهام شرکتی را مشمول واگذاری طرح سهام عدالت می‌نمود اما در مصوبه دیگر مصوبه قبلی خود را اصلاح می‌کرد که نتیجه آن اصلاحاتی در قراردادهای واگذاری میان سازمان خصوصی‌سازی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی صورت می‌گرفت.

باید این موضوع مدنظر قرار گیرد که به دلیل عدم تکمیل نهایی فهرست مشمولین طرح سهام عدالت در هر استان، تعداد سهام واگذار شده از هر شرکت در قرارداد میان سازمان خصوصی‌سازی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی قطعی نیست.

۳-۳. فرآیند آزادسازی سهام

براساس «دستورالعمل آماده‌سازی و ورود شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت به بازار سرمایه و معاملاتی شدن سهام آنها» مورخ (۱۳۹۲/۵/۱۳) کمیسیون تخصصی شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی موضوع آزادسازی سهام در طرح سهام عدالت تشریح شد.^۱ در ماده ۳ این دستورالعمل مقرر شد تا هر یک

۱ براساس ماده (۲) این دستورالعمل سازمان خصوصی‌سازی مکلف شد تعداد نهایی مشمولین سهام عدالت هر استان را قطعی نموده و نسبت به اختصاص سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر به هر یک از شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی متناسب با تعداد نهایی مشمولین (تعداد اعضای شرکت‌های تعاونی شهرستانی) آن استان اقدام نماید. در صورت کسری سهام اختصاص داده شده به نسبت تعداد مشمولین هر شرکت سرمایه‌گذاری استانی، سازمان یاد شده موظف به تأمین کسری با اولویت از طریق اختصاص سهام سایر شرکت‌های مشمول واگذاری است.

در ماده (۳) هر یک از شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی موظف شوند با برگزاری مجمع عمومی فوق‌العاده نسبت به افزایش سرمایه از محل سهام واگذار شده به این شرکت‌ها و به نام مشمولین همان استان اقدام کنند. در ماده (۴) سازمان خصوصی‌سازی موظف شد مشمولین سهام عدالت را به تفکیک هر شرکت سرمایه‌گذاری استانی به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به منظور اختصاص کد معاملاتی اعلام نماید.



از شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی با برگزاری مجمع عمومی فوق‌العاده نسبت به افزایش سرمایه از محل سهام واگذار شده به این شرکت‌ها و به نام مشمولین همان استان اقدام نمایند.

در ماده (۵) دستورالعمل مقرر شد تا شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی مدارک مورد نیاز فرابورس را به سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه کنند و سازمان بورس و اوراق بهادار در چارچوب مقررات برای ورود این شرکت‌ها به فرابورس همکاری لازم را به نحوی انجام دهند که امکان معاملاتی شدن سهام شرکت‌های موردنظر فراهم شود و چنانچه شرایط پذیرش هر یک از شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی از سوی هیئت پذیرش فرابورس محرز نشود این شرکت‌ها از طریق درج نماد در بازار پایه فرابورس معامله بشوند. در ماده (۶) آن دستورالعمل محاسبه فرمول مقدار بدهی هر مشمول تعیین شد.^۱

طبق ماده (۹) این دستورالعمل اولویت شرکت‌ها و میزان سهام قابل آزادسازی شرکت‌های سرمایه‌پذیر مربوط به هر شرکت سرمایه‌گذاری استانی متناسب با میزان

در ماده (۷) دستورالعمل مقرر شد به میزان مبلغ اقساط باقی مانده شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی، سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر در وثیقه سازمان خصوصی‌سازی باقی بماند.

طبق ماده (۱۳) شرکت‌های تعاونی شهرستانی به عنوان نماینده مشمولین سهام عدالت برای حضور در مجمع عمومی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی تعیین می‌شوند و سایر اشخاص که به واسطه خرید سهام از طریق بازار سهام، سهام‌دار شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی شوند، رأساً دارای حق رأی در مجمع عمومی این شرکت‌ها خواهند بود.

۱. ماده (۶) - سازمان خصوصی‌سازی موظف است قبل از ورود شرکت سرمایه‌گذاری استانی به فرابورس، بدهی قطعی هر مشمول سهام عدالت را به روش زیر تعیین و به شرکت‌های یاد شده اعلام کند: $A-(B+C)$: بدهی هر مشمول.

A: مبلغ سهام عدالت واگذار شده به هر مشمول. B: تخفیف سهام واگذار شده به هر مشمول دهک اول و دوم متناسب با اقساط پرداخت شده آنان به خزانه. C: اقساط پرداخت شده هر مشمول به خزانه.

اقساط پرداخت شده براساس نظر کارگروهی^۱ انجام می‌شود چرا که تدوین‌کنندگان دستورالعمل می‌دانستند عدم کنترل در فرآیند واگذاری سبب تضییع حقوق سهام‌داران شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر می‌شود. طبق ماده (۱۳) دستورالعمل، شرکت‌های تعاونی شهرستانی به عنوان نماینده مضمولین سهام عدالت برای حضور در مجامع عمومی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی تعیین شدند و سایر اشخاص که به واسطه خرید سهام از طریق بازار سهام، سهام‌دار شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی شوند، رأساً دارای حق رأی در مجامع عمومی این شرکت‌ها خواهند بود. از طرفی مقرر شد تا شرکت‌های کارگزاری عضو فرابورس در محل شرکت‌های تعاونی شهرستانی مستقر شوند، تا امکان معامله سهام آزاد شده مضمولین از این طریق فراهم شود.

همچنین برای رشد پایدار ارزش سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی این شرکت‌ها موظف شدند در فرآیند آزادسازی و معامله سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر و نحوه اداره و مدیریت سهام و دارایی‌های خود و سرمایه‌گذاری‌های جدید و افزایش سرمایه‌ها، مشورت تخصصی را از کانون و شرکت‌های دارای مجوز مشاوره سرمایه‌گذاری از سازمان بورس و اوراق بهادار اخذ کنند.^۲

۱. متشکل از نمایندگان سازمان خصوصی‌سازی (رئیس)، سازمان بورس و اوراق بهادار، کانون، اتحادیه کشوری تعاونی‌های شهرستانی سهام عدالت و شرکت سرمایه‌گذاری مربوط تعیین می‌شود.

۲. ماده (۱۴) «دستورالعمل آماده‌سازی و ورود شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت به بازار سرمایه و معاملاتی شدن سهام آنها» مورخ (۱۳۹۲/۵/۱۳) کمیسیون تخصصی شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی.



۴. آثار و لوازم آزادسازی سهام در بورس مدنظر طرح پیشنهادی نمایندگان

علاوه بر نکات اشاره شده در مقدمه و ضرورت تحقق آن، دقت نظر در آثار و لوازم اجرای این طرح اجتناب‌ناپذیر است. تحقق این امر دارای آثار مستقیم و غیرمستقیم است. طبق قواعد صریح و بدیهی قیمتگذاری در بازار از طرفی میزان عرضه و تقاضای یک کالا یا دارایی قابل معامله و از طرف دیگر جانمایی این کالا یا دارایی با سایرین در شکل‌گیری قیمت آنها مؤثر است. شایان ذکر است که در بازارهای به‌هم پیوسته‌ای مانند بازار سرمایه نوسانات چشمگیر در بخشی از بازار بر سایر بخش‌های بازار تأثیرگذار می‌باشد.

موضوع قیمت سهام شرکت‌های استانی در فرآیند واگذاری موضوعی جدی است. هر چند دارایی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی درصدی از سهام شرکت‌های واگذار شده دولتی است و افزایش قیمت دارایی‌ها می‌تواند بر ارزش سهام شرکت تأثیرگذار باشد، اما ارزش سهام شرکت‌های استانی متفاوت از سهام شرکت‌های دولتی واگذاری شده است. طبق آنچه که در مقدمه طرح ذکر شده است، طراحان محترم هدف از این آزادسازی را کمک به اقشار کم درآمدی ذکر نموده‌اند که به‌علت نداشتن بضاعت مالی توان پرداخت اقساط طرح مسکن مهر را نداشته و لذا با فروش سهام عدالت خود در بورس از نکول اقساط خود جلوگیری کنند. طبق این فرض با آزادسازی سهام، غالب این اقشار جهت رفع مشکل فوق‌الذکر به ارکان بازار سرمایه مراجعه و اقدام به فروش این سهام‌ها خواهند کرد. این عرضه زیاد سهام منجر به تشکیل صف فروش قابل توجهی در بازار خواهد شد که طبق

قواعد بدیهی افزایش عرضه منجر به کاهش قیمت این سهام می‌گردد. به عبارتی صاحبان سهام عدالت با این اقدام خود عامل کاهش و از بین رفتن بخشی از ارزش دارایی‌های خود می‌شوند. این امر منافی هدف طرح که جلوگیری از ارزان خریدن مسکن مهر توسط دلالان است، زیرا اینجا هم عملاً سهام‌داران با ایجاد این صف فروش پای دلالان را به این معاملات باز می‌کنند، اما این بار برای خرید ارزان سهام عدالت و نه مسکن مهر (مگر اینکه برای فروش این سهام در بازار بورس یا فرابورس برنامه مشخصی ارائه گردد).

لازمه گام برداشتن در راستای اهداف طرح، پاسخ‌دهی به اغلب سهام‌داران در قالب فروش سهام آنان در بورس می‌باشد. حجم بالای دارایی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی و کثرت بسیار زیاد سهام‌داران به کمیت و کیفیت تبعات این صف فروش می‌افزاید. حجم کم خالص افزایش مشارکت جدید در بازار سرمایه و غیرقابل مقایسه بودن آن با حجم بسیار زیاد سهام عدالت عرضه شده در بورس، باعث منفی شدن فضای کلی بازار می‌شود. منفی شدن بازار تنها بر ارزش سهام عدالت اثرگذار نبوده - نه تنها قیمت سهام عدالت را کاهش می‌دهد - بلکه انتظارات سایر سهام‌داران بورس را متأثر می‌سازد. این همان اثر غیرمستقیم مورد اشاره می‌باشد.

آزادسازی بدون آسیب سهام عدالت در بورس نیازمند لوازمی است. ورود قطره‌ای و تضمین قیمت و فروش سهام عدالت از جمله این لوازم است. ورود گام به گام و قطره‌ای این سهام، تحقق اهداف طراحان را به دنبال ندارد، چرا که درآمدزایی کافی و متناسب جهت پرداخت اقساط مسکن مهر را ندارد. از طرفی



جلوگیری از کاهش ارزش دارایی سهام‌داران با ورود بازارگردانی خاص محقق می‌شود که این امر نیز به‌علت ریسک بالا و متفاوت بودن انگیزه دولت با بازارگردانان منافع شخصی آنان را تأمین نمی‌کند. ورود دولت به عنوان بازارگردان علاوه بر تجربه ناموفق گذشته به‌دلیل افزایش حجم دولت و عدم تمکن مالی در شرایط کنونی متصور نمی‌باشد.

جمع‌بندی و پیشنهاد

۱. سهام عدالت، سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی است که هنوز فرآیند آزادسازی سهام شرکت‌های واگذار شده انجام نشده است و از طرفی رابطه میان سهام شرکت سرمایه‌گذاری استانی و برگه‌هایی که به نام سهام عدالت در میان مشمولین توزیع شده، مشخص نیست.
۲. کارآیی هیئت‌مدیره شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی (۳۰ شرکت)، فرآیند و نحوه انتخاب آنها،^۱ چگونگی رعایت قانون تجارت در برگزاری مجامع عمومی شرکت‌ها، نحوه فعالیت شرکت‌های تعاونی شهرستانی (۳۵۲ شرکت) و کارآیی آنها و ... از جمله مشکلات و چالش‌های اجرایی مربوط به حوزه سهام عدالت است که بدون شفاف‌سازی و رفع این مشکلات اتخاذ تصمیم برای آزادسازی فروش سهام عدالت مشکل‌آفرین خواهد بود.^۲

۱. این تصور که مشمولین سهام عدالت در تشکیل شرکت‌های تعاونی شهرستانی مشارکت داشته‌اند و در ادامه شرکت‌های تعاونی شهرستانی در هر استان شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی را تشکیل داده‌اند اشتباه است. واقعیت آن است که شرکت‌های تعاونی شهرستانی با کمک وزارت تعاون و فرمانداری‌ها ایجاد شده‌اند و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی نیز با کمک دولت و وزارت امور اقتصادی و دارایی و نیز استانداری‌ها تشکیل شده‌اند به عبارتی در تشکیل این ساختار دولت حامی ایجاد آن بود.

۲. از کل تعاونی‌های شهرستانی سهام عدالت در حدود ۲۰ درصد فعالیت اقتصادی می‌کنند.

حتی اگر فرض کنیم که سهام این شرکت‌ها در بازار بورس قابل مبادله شوند به دلیل مدیریت متفاوت این شرکت‌ها، قیمت سهام شرکت‌های استانی متفاوت خواهد بود و این موضوع می‌تواند نارضایتی را در برخی استان‌ها به همراه آورد. همچنین لازم است برای هزینه‌های مدیریتی و اجرایی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی و تعاونی شهرستانی راهکاری اندیشه شود چرا که این موضوع باید به‌گونه‌ای سامان یابد که حداقل هزینه را برای ذی‌نفعان آن که مردم هستند، تحمیل نماید.

۳. درحالی که براساس قانون^۱ و آیین‌نامه اجرایی آن^۲ می‌توان استنباط نمود که شرکت‌های سرمایه‌پذیر مشمول طرح شرکت‌های پذیرفته شده در بورس هستند اما از ۶۱ شرکت مشمول، ۲۷ شرکت غیربورسی در سبد سهام عدالت قرار گرفته است. همچنین هنوز ۱۲ شرکت قیمتگذاری قطعی نشده‌اند.^۳ از طرفی در مورد برخی

۱. ماده (۳۴) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی: در اجرای سیاست گسترش مالکیت عمومی به منظور تأمین عدالت اجتماعی، دولت مجاز است تا چهل درصد (۴۰٪) مجموع ارزش سهام بنگاه‌های قابل واگذاری در هر بازار موضوع گروه دو ماده (۲) این قانون را با ضوابط ذیل به اتباع ایرانی مقیم داخل کشور واگذار نماید: الف) در مورد دو دهک پایین درآمدی با اولویت روستاشینان و عشایر، پنجاه درصد (۵۰٪) تخفیف در قیمت سهام واگذاری با دوره تقسیط ده ساله. ب) در مورد چهار دهک بعدی تقسیط تا ده سال حسب مورد داده خواهد شد. تبصره «۱» مبنای قیمتگذاری، قیمت فروش نقدی سهام در بورس خواهد بود.

۲. ماده (۵) آیین‌نامه اجرایی توزیع سهام عدالت- شرکت‌های مورد واگذاری فقط از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تعیین می‌شوند. مبنای قیمتگذاری سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، بهای فروش نقدی سهام غیربلوکی است که مطابق آیین‌نامه جزء «۳» بند «الف» ماده (۴۰) قانون توسط سازمان خصوصی‌سازی تعیین می‌شود و به تصویب هیئت واگذاری می‌رسد.

۳. شرح شرکت‌های مشمول طرح:

شرح	بورسی	غیربورسی	قطعی	غیرقطعی	کل شرکت‌ها
تعداد شرکت‌ها	۳۴	۲۷	۴۹	۱۲	۶۱
ارزش قطعی برآوردی (میلیارد ریال)	۲۵۴،۴۷۸	۱۷۴،۲۴۷	۳۰۰،۸۷۰	۱۲۷،۸۵۶	۴۲۸،۷۲۵
ارزش روز (میلیارد ریال)	۶۸۳،۶۷۰	۱۷۴،۲۴۷	۷۱۷،۰۷۵	۱۲۷،۸۵۶	۸۴۴،۹۳۰

مأخذ: سایت سازمان خصوصی‌سازی.



شرکت‌ها که در پرتفوی سهام عدالت قرار گرفته است هنوز جمع‌بندی برای واگذاری آنها به بخش خصوصی وجود ندارد. بنابراین با توجه به آنکه مشمولین نهایی سهام عدالت و نیز سبد سهام شرکت‌های مشمول واگذاری نهایی نشده است تکلیف کردن دولت به واگذاری سهام عدالت در دوره زمانی که در طرح مذکور بیان شده است، معنی ندارد.

۴. بررسی اقساط واگذاری سهام عدالت نشان می‌دهد در پایان سال ۱۳۹۲ در حدود ۹۶۰۰ میلیارد تومان از مطالبات دولت پرداخت شده و با توجه به پیش‌بینی عملکرد سال ۱۳۹۳ این عدد به حدود ۱۵ هزار میلیارد تومان می‌رسد. ارزش سبد طرح سهام عدالت امروز در حدود ۸۴ هزار میلیارد تومان است.^۱ بنابراین عمده مطالبات دولت هنوز از محل سود سهام شرکت‌ها تأدیه نشده است^۲ و طرح مذکور راهکاری را برای حل این موضوع پیش‌بینی نکرده است تا فرآیند پرداخت طلب دولت از محل سهام عدالت تسهیل گردد.

۵. اثر مستقیم آزادسازی سهام عدالت در بورس با هدف تأمین مالی پرداخت اقساط مسکن مهر کاهش ارزش دارایی سهام‌داران عدالت و ناقض هدف طراحان محترم می‌باشد. از طرفی منفی شدن فضای کلی بازار و اثرگذاری منفی بر سایر سهام‌های

۱. البته ارزش این سبد سهام به دلیل عدم قیمتگذاری قطعی ۱۲ شرکت می‌تواند تغییر کند. از طرفی طبق بند «الف» ماده (۳۴) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی، برای دو دهک درآمدی، تخفیف ۵۰ درصدی در نظر گرفته شد، که این تخفیف در حدود ۷۵۰۰ میلیارد تومان محاسبه شده است که با جمع این تخفیف و مطالبات پرداخت شده، هنوز عمده مطالبات دولت از محل سود سهام شرکت‌ها تأدیه نشده است.

۲. مبالغ واریزی به حساب خزانه بابت اقساط و پرداختی به مشمولین طرح تا تاریخ ۱۳۹۳/۸/۳ نشان می‌دهد مبلغ ۱۰۴۰۶۱ میلیارد ریال طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ به خزانه واریز شده است و آنچه به مشمولین پرداخت شده است طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ مبلغی در حدود ۱۳۸۴۰ میلیارد ریال بوده است (مأخذ: سازمان خصوصی‌سازی)

موجود در بازار از جمله آثار غیرمستقیم ورود این حجم زیاد از سهام عدالت در بورس است. جلوگیری از کاهش ارزش دارایی سهام‌داران با ورود بازارگردانان محقق می‌شود که این امر نیز به علت ریسک بالا و متفاوت بودن انگیزه دولت با بازارگردانان خصوصی منافع شخصی آنان را تأمین نمی‌کند.

۶. از منظر حقوقی، لازم است رابطه میان این طرح پیشنهادی و فصل ششم قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی (مواد (۳۴) تا (۳۸)) تبیین شود. از طرفی متن طرح در جهت اصلاح تبصره «۲» ماده (۱۰۰) قانون برنامه پنجم توسعه است که برای تصویب نیاز به رأی دوسوم نمایندگان دارد.

۷. در کنار این مشکلات ذکر شده در بالا، موضوع جدی آزادسازی سهام عدالت بدون توجه به چنین مسائلی می‌تواند طرح سهام عدالت را به طرحی برخلاف اهداف اصلی آن مبدل سازد. به همین منظور وزارت امور اقتصادی و دارایی در طرحی که در کمیسیون اقتصاد دولت در حال بررسی است قصد آن دارد که ساختار طراحی شده برای سهام عدالت را تغییر داده و به شکل صندوق‌های قابل مبادله در بورس (ETF) تبدیل نماید.^۱

بنابراین پیشنهاد می‌شود موضوع ساماندهی و حل سهام عدالت از طریق لایحه دولت پیگیری شود.

۱. یکی از مزیت‌های صندوق‌های قابل مبادله در بورس نسبت به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی در این است که صندوق‌ها می‌توانند حجم زیادی از اوراق را با ارزش ذاتی خود جمع‌آوری نمایند در حالی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی چنین ظرفیتی را ندارند. البته مقایسه ساختار صندوق و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی خود بحث جداگانه‌ای را در گزارشی مستقل می‌طلبد.



منابع و مأخذ

۱. قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی.
۲. قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران.
۳. آیین‌نامه اجرایی توزیع سهام عدالت» موضوع مواد (۳۴) تا (۳۸) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸/۱/۲۹ شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی.
۴. دستورالعمل آماده‌سازی و ورود شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت به بازار سرمایه و معاملاتی شدن سهام آنها مورخ (۱۳۹۲/۵/۱۳) کمیسیون تخصصی شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی.
۵. آیین‌نامه اجرایی افزایش ثروت خانوارهای ایرانی از طریق گسترش سهم بخش تعاون براساس توزیع سهام عدالت.
۶. گزارش پیش‌نویس لایحه ساماندهی سهام عدالت.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۴۰۳۳

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: اظهار نظر کارشناسی درباره: «طرح آزادسازی معامله سهام عدالت در بورس»

نام دفتر: مطالعات بخش عمومی (گروه مطالعات مالیه عمومی)

تهیه و تدوین کنندگان: احسان آقاجانی معمار، اسماعیل رحیمی‌نژاد

مدیر مطالعه: احسان آقاجانی معمار

ناظر علمی: سعید توتونچی ملکی

متقاضی: معاونت پژوهش‌های اقتصادی

همکاران: صمد عزیزنژاد، حامد ناظمی، حسین عبدالهی، مهدی عبدالملکی، رسول آقا داداشی

ویراستار تخصصی: —

ویراستار ادبی: —

واژه‌های کلیدی:

۱. سهام

۲. سهام عدالت

۳. بازار بورس



تاریخ شروع مطالعه: ۱۳۹۳/۷/۱۹

تاریخ خاتمه مطالعه: ۱۳۹۳/۹/۱۶

تاریخ انتشار: ۱۳۹۳/۹/۱۶